SR Research Report
2014/5/14

サニックス（4651）

当レポートは、掲載企業のご依頼により弊社が作成したものです。投資家用の各企業の『取扱説明書』を提供することを目的としています。正確で客観性・中立性を重視した分析を行うべく、弊社ではあらゆる努力を尽くしています。中立的でない見解の場合は、その見解の出所を常に明示します。例えば、経営側により示された見解は常に企業の見解として、弊社による見解は弊社見解として提示されます。弊社の目的は情報を提供することであり、何かについて説得したり影響を与えたりする意図は持ち合わせておりません。ご意見等がございましたら、sr_inquiries@sharedresearch.jp までメールをお寄せください。ブルームバーグ端末経由でも受け付けております。

目次

直近更新内容 4
概略 4
業績動向 5
事業内容 9
ビジネス 9
市場とバリューチェーン 27
経営戦略 32
過去の業績 32
損益計算書 39
貸借対照表 43
キャッシュフロー計算書 44
その他情報 46
沿革 46
ニュース＆トピックス 47
トップ経営者 49
大株主 49
企業概要 50

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

損益計算書 （百万円）	10年3月期 連結	11年3月期 連結	12年3月期 連結	13年3月期 連結	14年3月期 連結	15年3月期 会社予想
売上高	**24,539**	**28,980**	**31,454**	**43,366**	**84,212**	**161,500**
前年比	-2.8%	18.1%	8.5%	37.9%	94.2%	91.8%
売上総利益	**9,918**	**10,276**	**10,442**	**13,370**	**21,421**	
前年比	-6.1%	3.6%	1.6%	28.0%	60.2%	
売上総利益率	40.4%	35.5%	33.2%	30.8%	25.4%	
営業利益	**390**	**502**	**410**	**1,870**	**4,508**	**14,000**
前年比	-	28.6%	-18.3%	356.4%	141.0%	210.5%
営業利益率	1.6%	1.7%	1.3%	4.3%	5.4%	8.7%
経常利益	**225**	**430**	**348**	**1,789**	**4,310**	**13,800**
前年比	-	91.2%	-19.1%	414.1%	140.9%	220.2%
経常利益率	0.9%	1.5%	1.1%	4.1%	5.1%	8.5%
当期純利益	**-3,676**	**50**	**14**	**1,575**	**2,965**	**8,830**
前年比	-	-	-71.8%	-	88.2%	197.8%
純利益率	-15.0%	0.2%	0.0%	3.6%	3.5%	5.5%
一株当たりデータ						
期末発行済株式数（千株）	48,919	48,919	48,919	48,919	48,919	
EPS	-77.1	1.0	0.3	33.0	62.1	184.7
EPS （潜在株式調整後）	-	-	-	-	-	-
DPS	-	-	-	-	-	
BPS	147	148	149	185	247	
貸借対照表　（百万円）						
現金・預金・有価証券	1,255	1,138	1,366	3,559	9,237	
流動資産合計	**5,153**	**5,890**	**6,964**	**14,652**	**38,649**	
有形固定資産	11,828	11,763	11,724	12,326	14,181	
投資その他の資産計	1,991	1,843	1,802	1,533	1,914	
無形固定資産	1,023	910	796	685	573	
資産合計	**19,996**	**20,407**	**21,286**	**29,196**	**55,317**	
買掛金	1,159	868	1,386	5,460	20,115	
短期有利子負債	5,345	2,425	2,325	3,338	5,000	
流動負債合計	**9,342**	**6,961**	**8,381**	**14,873**	**36,582**	
長期有利子負債	1,726	4,319	3,560	2,820	3,695	
固定負債合計	**3,599**	**6,343**	**5,770**	**5,486**	**6,907**	
負債合計	**12,941**	**13,304**	**14,151**	**20,359**	**43,489**	
純資産合計	**7,055**	**7,103**	**7,135**	**8,837**	**11,828**	
有利子負債（短期及び長期）	7,380	7,505	6,714	7,056	9,674	
キャッシュフロー計算書　（百万円）						
営業活動によるキャッシュフロー	563	55	1,260	2,185	4,934	
投資活動によるキャッシュフロー	-2,304	-214	-151	-222	-1,729	
財務活動によるキャッシュフロー	1,946	43	-882	230	2,433	
財務指標						
総資産利益率（ROA）	-	0.2%	0.1%	6.2%	7.0%	
自己資本利益率（ROE）	-	0.7%	0.2%	19.8%	28.8%	
自己資本比率	35.1%	34.7%	33.4%	30.2%	21.3%	

出所：会社データよりSR社作成

*表の数値が会社資料とは異なる場合があるが、四捨五入により生じた相違であることに留意。

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

直近更新内容

概略

2014 年 5 月 14 日、株式会社サニックスは 2014 年 3 月期通期決算を発表した。
（決算短信へのリンクはこちら、詳細は 2014 年 3 月期通期決算項目を参照）

2014 年 4 月 25 日、同社は、会社分割により同社子会社サニックスエンジニアリングから、太陽光発電システムの販売並びに施工事業を継承すると発表した。

同社は、吸収分割効力発生日を 2014 年 6 月 1 日（予定）とし、100%出資子会社である株式会社サニックスエンジニアリングにおける太陽光発電システムの販売並びに施工事業を、会社分割（簡易吸収分割）により承継する。

産業用太陽光発電事業の体制強化、及び東日本地区における直販・直施工体制の構築のため組織改編の一貫として、当該事業を分割し同社が承継することにより、組織の整備と一層の事業拡大を図るとのことである。

2014 年 4 月 8 日、同社は、2014 年 3 月の連結売上高を発表した。
（詳細は月次売上高の項目を参照、リリース文へのリンクはこちら）

2014 年 3 月 10 日、同社は 2014 年 2 月の連結売上高を発表した。

2014 年 3 月 6 日、同社は、太陽光発電システム関連機器の製造工場新設について発表した。
（リリース文へのリンクはこちら）

同社は、産業用太陽光発電システムの製造から設計、販売、施工、アフターメンテナンスまで一貫して提供する体制を整え、事業基盤を強化してきたが、今回、拡大する受注に対応し、コストダウンを図るために、太陽光発電システム関連機器の製造設備を新設し生産体制を強化拡大することとした。

工場の概要
生産機器品目：太陽光発電システム用パワーコンディショナ
投資金額：845 百万円（うち土地建物取得費 170 百万円）
操業開始時期：2014 年 8 月（予定）

3 ヵ月以上経過した会社発表はニュース＆トピックスへ

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

業績動向

月次売上高

2014年3月期　連結月次売上高	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1月	2月	3月	累計
売上高	5,521	5,091	5,141	5,274	5,349	5,316	6,184	6,631	7,025	7,810	8,460	16,534	84,337
前年比	107.9%	68.6%	63.3%	63.8%	92.8%	57.8%	124.8%	134.8%	92.9%	77.8%	58.2%	165.8%	
月次売上高内訳													
産業用PV事業	－	2,401	2,450	2,604	2,634	2,380	3,620	3,949	5,391	5,562	6,109	12,683	49,783
前年比	－	－	－	－	－	－	－	－	633.6%	161.8%	125.7%	403.3%	
HS事業部門	3,842	1,091	1,059	1,079	971	917	824	797	723	688	727	942	13,660
前年比	179.0%	−26.1%	−25.4%	−28.2%	−21.2%	−39.9%	−27.4%	−27.7%	−35.6%	−5.7%	−31.1%	−24.6%	
ES事業部門	398	311	491	408	411	619	431	437	445	328	501	1,270	6,050
前年比	70.1%	31.8%	93.8%	64.6%	88.1%	135.3%	125.8%	57..3%	26.8%	−7.0%	30.6%	32.6%	
環境資源開発事業	1,281	1,288	1,407	1,183	1,333	1,344	1,309	1,448	1,446	1,232	1,123	1,639	16,033
前年比	22.7%	8.8%	2.7%	−8.2%	13.1%	−0.2%	14.3%	32.7%	0.9%	3.8%	−6.7%	9.7%	

出所：会社データよりSR社作成

＊月次売上高内訳は月初の速報値であるため、その合計は月次売上高と異なる場合がある。

四半期業績動向

四半期業績推移	13年3月期				14年3月期				14年3月期	
（百万円）	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	（進捗率）	通期会予
売上高	8,823	9,362	9,218	15,964	15,753	15,939	19,841	32,689	99.7%	84,500
前年比	17.6%	17.8%	16.0%	98.1%	78.6%	70.3%	115.2%	104.8%		94.9%
売上総利益	2,554	3,292	2,902	4,622	4,631	4,372	5,065	7,353		
前年比	11.2%	6.3%	9.6%	92.4%	81.3%	32.8%	74.5%	59.1%		
売上総利益率	28.9%	35.2%	31.5%	29.0%	29.4%	27.4%	25.5%	22.5%		
販管費	2,670	2,652	3,260	2,918	3,666	3,842	4,140	5,266		
前年比	2.1%	5.6%	33.5%	18.4%	37.3%	44.8%	27.0%	80.5%		
売上高販管費比率	30.3%	28.3%	35.4%	18.3%	23.3%	24.1%	20.9%	16.1%		
営業利益	-116	640	-358	1,704	966	530	925	2,087	71.6%	6,300
前年比	-	-	-	-	-	-17.2%	-	22.5%		236.8%
営業利益率	-	6.8%	-	10.7%	6.1%	3.3%	4.7%	6.4%		7.5%
経常利益	-116	625	-424	1,705	925	518	743	2,124	71.8%	6,000
前年比	-	-	-	-	-	-17.0%	-	24.6%		235.4%
経常利益率	-	6.7%	-	10.7%	5.9%	3.3%	3.7%	6.5%		7.1%
当期利益	-171	550	-505	1,701	779	273	249	1,664	82.4%	3,600
前年比	-	-	-	-	-	-50.3%	-	-2.2%		128.6%
当期利益率	-	5.9%	-	10.7%	4.9%	1.7%	1.3%	5.1%		4.3%

出所：会社データよりSR社作成

*表の数値が会社資料とは異なる場合があるが、四捨五入により生じた相違であることに留意。

**会社予想は直近の数値。

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

2014 年 3 月期通期実績

売上高は 84,221 百万円（前年同期比 94.2%増）、営業利益 4,508 百万円（同 141.0%増）、経常利益 4,309 百万円（同 140.9%増）、当期純利益 2,964 百万円（同 88.2%増）であった。

売上高は、産業用ＰＶ事業部門において「産業用太陽光発電システム」及び「太陽光発電システム卸販売」が大幅な増収となった。一方でＨＳ事業部門は、産業用ＰＶ事業へ人員体制等を大きくシフトしたことにより減収であった。ＥＳ事業部門は、ビル・マンション等の事業者向けに「太陽光発電システム」が増収となり、環境資源開発事業部門は「プラスチック燃料収入」、苫小牧発電所の「売電収入」、「有機廃液処理収入」とも増収となった。

利益面では、産業用ＰＶ事業部門において、旺盛な需要増加に対応するため、販売、施工並びに物流体制の積極的な拡充等に伴いコストが増加したものの、「産業用太陽光発電システム」の大幅な増収により増益となった。

各事業セグメントに関しては次の通りである。

- 産業用ＰＶ(Photovoltaic)事業部門

（売上高：51,340 百万円（前年同期比は 433.8%増）、営業利益：4,410 百万円（前年同期は 320 百万円））
産業用太陽光発電システムの売上高が 42,167 百万円（前年同期比 594.4%増）、太陽電池モジュール等の部材に係る卸販売が 9,172 百万円（前年同期比 158.7%増）であった。営業利益は増収効果により、広告宣伝費や人件費等のコスト増を吸収し改善した。

- ＨＳ(ホーム・サニテーション)事業部門

（売上高：10,818 百万円（前年同期比 27.0%減）、営業利益：1,141 百万円（前年同期比 35.7%減））
ＨＳ事業から産業用ＰＶ事業へ人員をシフトしたことにより減収。特に「住宅用太陽光発電システム」は前年度同期比 83.0%減となった。また、売上減少により販管費等の固定費比率が上昇し、減益となった。

- ES（エスタブリッシュメント・サニテーション）事業部門

（売上高：6,011 百万円（前年同期比 51.6%増）、営業利益：190 百万円（前年同期比 36.5%増））
ビル・マンション向け建物維持管理等の施行売上高は前年同期比 11.3%減となったが、関東地区等において営業を進めた太陽光発電システムの売上高は前年同期比 133.9%増となった。増収効果により増益となった。

- 環境資源開発事業部門

（売上高：16,051 百万円（前年同期比 7.2%増）、営業利益：1,364 百万円（前年同期比 12.9%

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

減))
プラスチック燃料収入は、廃プラスチック類の受入量が前年同期比 5.1%増、売電収入は苫小牧発電所が安定的に稼働し同 1.4%増、有機廃液処理は受入量が増加し同 10.4%増となった。

2015 年３月期の見通し

	14年3月期			１５年3月期会社予想		
（百万円）	上期	下期	通期	上期	下期	通期
売上高	**31,692**	**52,529**	**84,222**	**62,600**	**98,900**	**161,500**
前年比	74.3%	108.6%	94.2%	97.5%	88.3%	91.8%
売上原価	22,689	40,111	62,800			
売上総利益	**9,003**	**12,418**	**21,421**			
前年比	54.0%	65.0%	60.2%			
売上総利益率	28.4%	23.6%	25.4%			
販売費及び一般管理費	7,507	9,406	16,913			
売上高販売管理費率	23.7%	17.9%	20.1%			
営業利益	**1,496**	**3,012**	**4,508**	**3,600**	**10,400**	**14,000**
前年比	185.3%	123.8%	141.0%	140.7%	245.2%	210.5%
営業利益率	4.7%	5.7%	5.4%	5.8%	10.5%	8.7%
経常利益	**1,443**	**2,867**	**4,310**	**3,500**	**10,300**	**13,800**
前年比	183.7%	-	140.9%	142.5%	259.3%	220.2%
経常利益率	4.6%	5.5%	5.1%	5.6%	10.4%	8.5%
当期純利益	**1,052**	**1,913**	**2,965**	**2,240**	**6,590**	**8,830**
前年比	177.4%	-	88.2%	112.9%	244.5%	197.8%

出所：会社データよりSR社作成

*表の数値が会社資料とは異なる場合があるが、四捨五入により生じた相違であることに留意。

各事業セグメントに関しての見通しは次の通りである。

産業用ＰＶ事業部門は、2014 年４月に主力エリアである西日本地区に西日本ＳＥ事業本部を、東日本地区における直販・直施工体制の確立を目指し東日本ＳＥ事業本部を新設した。また、採算性向上を図るためにパワーコンディショナの内製化等部材のコスト低減や施工性の改善を進める。

ＨＳ事業部門は、住宅用太陽光発電システム業務を 2015 年３月期より西日本ＳＥ事業部門に移管するため、減収を見込む。

ＥＳ事業部門は、太陽光発電システム業務を 2015 年３月期より東日本ＳＥ事業部門に移管し、ビル・マンション等のメンテナンス業務を行うため、大幅な減収を見込んでいる。

環境資源開発事業部門は、プラスチック燃料収入は 2014 年３月期と同水準、売電収入は増

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

加を見込み、増収の計画。

中長期展望

2011 年 3 月期から 2013 年 3 月期までの中期経営計画「Spring Plan 2012」で、環境に対する社会的なニーズの高まりに合致した事業を展開し、その後の更なる企業成長のための礎を築くことを目標とした。その結果、太陽光発電システムを育成し、産業用ＰＶ事業が新たな成長ドライバーとして育った。また、環境資源開発事業は、廃プラ加工処理事業の増収および売電事業の安定稼働により、営業損失を脱却し、安定収益源となった。

2013 年 10 月現在、同社は中期経営計画を公表していないが、ＳＲ社では産業用ＰＶ事業および環境資源開発事業部門における廃プラ処理事業の拡大を主軸とした成長戦略を実行していくと予想する。

2014 年 3 月期の会社予想を達成することで、産業用ＰＶ事業は成長軌道に乗ったと評価することができ、その後の継続的な事業展開の可能性も高まりつつある。また、環境資源開発事業部門における売電事業は安定稼働状態に入っており、当該事業で安定的に収益を稼ぎ出すことが可能である。更に、廃プラ加工処理事業においては事業所数を増やすことで、事業規模を拡大する余地があると考えられる。

2013 年 3 月期および 2014 年 3 月期の収益性改善により財務体質の改善も図られ、成長分野への人および設備の投資を拡大できるステージに向かうと考えることが妥当であろう。

産業用ＰＶ事業の営業エリア展開による成長機会の拡大
産業用ＰＶ事業においては特にエリア展開の拡大が、将来的なステップとして期待できる。現状の営業は、西日本エリアでの新聞一面広告に加え、既存客からの追加注文および紹介が中心である。東日本においては、販売及び施工体制が整っていないことから、卸販売を行っているのみである。

同社の産業用ＰＶ事業は、調達から施工までを手掛けてこそ、価格競争力を十分に発揮でき、かつ高い収益を確保できることから、近い将来に営業及び施工人員を拡充し、東日本エリアにおいても直販・施工を展開することは想像に難くない。その場合に、広告宣伝費用や人員増強および設備費用などの一時的な費用の増加はあり得るものの、東日本エリアでの売上拡大余地は非常に大きく、同社の将来的な成長機会拡大が期待できる。

太陽光発電システム販売及び施工体制の概要

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

出所：会社資料

事業内容

ビジネス

同社は、白蟻防除施工事業からスタートし、2000 年代初頭より売電事業を開始するなど、環境資源開発事業分野を本格的に展開した。2010 年 3 月期より太陽光発電事業を開始し、2013 年 10 月現在、産業用太陽光発電を主軸とした産業用ＰＶ事業、資源循環型発電事業を行う環境資源開発事業が同社の主な事業である。

セグメント

同社の事業セグメントは太陽光発電関連の産業用ＰＶ事業、一般家庭向けサービスなどのＨＳ事業、企業向けサービスのＥＳ事業、および環境資源開発事業、に分けられている。

2013 年 3 月期のセグメント構成では、ＨＳ事業と環境資源開発事業の売上高及び営業利益の構成比率が高く、ＨＳ事業は売上の 34.2%、営業利益の 46.7%（報告セグメントの単純合計に対する値）、環境資源開発事業は売上の 34.5%、営業利益の 41.2%（報告セグメントの単純合計に対する値）を占めた。

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

同社の事業の中で、特に伸び率が大きいのは産業用ＰＶ事業であり、2013 年 3 月期に売上は 2012 年 3 月期の約 7 倍に拡大し、利益面では 2012 年 3 月期 265 百万円の営業損失から 2013 年 3 月期 320 百万円の営業利益に改善した。さらに、2014 年 3 月期の会社予想では、産業用ＰＶ事業の大幅な拡大を見込み、売上高は 2013 年 3 月期に対し約 4 倍に拡大し、営業利益は約 60 億円と会社全体の営業利益の 56.4%（報告セグメントの単純合計に対する値）を構成する事業に成長することを計画している。

産業用ＰＶ事業

（2013 年 3 月期：売上高構成比 22.2%、営業利益構成比 8.4%（報告セグメントの単純合計に対する値））
産業用の太陽光発電システムの施工・販売、太陽電池モジュール及び周辺機器の卸販売等を行う事業で、10ｋW以上の設備の太陽光発電システムを対象とする同社の中核事業である。

ＨＳ（ホーム・サニテーション）事業

（2013 年 3 月期：売上高構成比 34.2%、営業利益構成比 46.7%（報告セグメントの単純合計に対する値））
戸建住宅向け太陽光発電システムの施工・販売、白蟻防除施工、床下・天井裏換気システム施工、および基礎補修・補強工事等を行っている。

同社は、2006 年 7 月の訪問販売に係る営業停止処分（「白蟻防除施工および床下・天井裏換気システム」参照）以降は、新規顧客の獲得を取り止め、既存顧客のアフターメンテナンスを中心に事業を展開する方針である。同社は、2013 年 3 月期から産業用太陽光発電へ経営資源をシフトしており、当事業セグメントの住宅用太陽光発電設置事業に関しては、顧客の要望に応じて進めていく方針である。

ＥＳ（エスタブリッシュメント・サニテーション）事業

（2013 年 3 月期：売上高構成比 9.1%、営業利益構成比 3.7%（報告セグメントの単純合計に対する値））
企業向けの環境衛生に係る施工等。ビル・マンションの給排水設備に関する維持・保全施工等を行っているが、ビル・マンションの屋上向けの太陽光発電システムを主力商品とし、拡大していく方向である。

環境資源開発事業

（2013 年 3 月期：売上高構成比 34.5%、営業利益構成比 41.2%（報告セグメントの単純合

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

計に対する値））
廃プラ加工処理、売電事業、および有機廃液処理が主な事業である。廃プラ加工処理では、事業者から排出される廃プラスチックをプラスチック資源開発工場において加工処理し、プラスチック燃料とする。売電事業では、プラスチック燃料を主燃料とし、発電及び売電を行う。また、プラスチック燃料を製紙会社等にもボイラー燃料として販売している。

主要事業

同社の事業は多岐に亘るが、主要事業である産業用ＰＶ事業、環境資源開発の廃プラ処理事業および売電事業、白蟻防除および床下・天井裏換気システム施工に関して詳しく説明することとする。

太陽光発電事業

太陽光発電事業の概要
同社は太陽光発電システムの調達・販売・施工までを一気通貫で手掛ける事業展開に特徴がある。同事業では、同社が顧客に対し、太陽光発電システムを販売・設置することによって、太陽光発電システムの製品の料金と施工の費用をまとめて受け取る。同社の収入は単純化すると、請負設置容量（ｋW）にキロワットあたり設置単価（円/ｋW）を乗じた金額で計算される。

同事業は住宅用からスタートしたが、2012 年からは産業用ＰＶ事業を主要事業と位置付け、低圧受電設備で設置が可能な 10ｋW以上 50ｋW未満の設備を主な販売対象とし、工場の屋根やビルの屋上、遊休地等の有効利用として提案する。

> 低圧受電設備で設置が可能な 10ｋW以上 50ｋW未満の太陽光発電設備は届出等の手続きが簡易で、かつ固定価格買取制度の全量買い取りの対象である（固定価格買取制度に関しては「市場とバリューチェーン」の項参照）。なお、50ｋW以上の太陽光発電設備は、電気主任技術者や保安規定の届け出が必要である。

西日本エリア中心に新聞一面広告で太陽光発電のメリットをアピールすることにより集客し、主に遊休地や休耕地の所有者、あるいはマンション・ビル、および工場の所有者に対して販売、設置する。

同社によれば、価格競争力を強みとし、低価格の素材の調査、自社生産、安定かつ大規模な注文によるボリュームディスカウント、並びに調達・販売・施工までを一気通貫で手掛けることによる中間マージンの排除によって低価格を実現した。

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

同社の太陽光発電関連の事業は開始後約 4 年の 2013 年 3 月期には約 190 億円の売上規模にまで成長した。さらに、2014 年 3 月期に太陽光発電関連の売上は 567 億円にまで拡大した。

産業用太陽光発電の設置例

出所：会社資料

サニックスの太陽光発電関連売上の推移（単位：百万円）

（百万円）	10年3月期 実績	11年3月期 実績	12年3月期 実績	13年3月期 実績	14年3月期 計画
産業用太陽光発電システム	-	-	-	6,073	32,725
（前年比）	-	-	-	-	438.9%
太陽光発電システム卸販売	-	1,023	1,411	3,544	7,039
（前年比）	-	-	37.9%	151.2%	98.6%
住宅用太陽光発電システム	1,086	4,237	5,031	7,683	1,211
（前年比）	-	290.1%	18.7%	52.7%	-84.2%
集合住宅用太陽光発電システム	-	297	403	1,713	4,479
（前年比）	-	-	35.7%	325.1%	161.5%
合計	1,086	5,557	6,846	19,015	45,459
（前年比）	-	411.7%	23.2%	177.8%	139.1%

出所：会社データよりSR社作成

営業方法

産業用太陽光発電の営業は、西日本エリア中心に新聞一面広告で太陽光発電のメリットをアピールすることにより集客し、主に遊休地や休耕地の所有者、並びにマンション、ビル、および工場の所有者に対して販売、設置する。

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

サニックス太陽光発電の新聞広告

出所：会社資料

広告では、太陽光発電を設置した場合の想定収入、設備の設置費用、投資回収期間、などを掲載する。例えば、49ｋW設備の導入コストが約 1,200～1,300 万円（約 27 万円/ｋW）で、年間売電収入が約 170 万円、投資回収期間が約 7～8 年 とわかりやすく、商品の魅力をアピールする。ちなみに、屋外用太陽電池モジュールの期待寿命は 20 から 30 年、経年変化による出力低下は 20 年で 1 割未満とされている。2013 年 10 月現在、同社では、25 年間のモジュール性能保証を付与している。

現行の固定価格買取制度の下で、同社のシステムを設置するとほぼ確実に顧客はメリットが得られることから、設置数カ月後に、既存顧客による紹介や、追加依頼の注文をもらうことも多いという。

太陽光発電システムを設置すると日々の発電量をモニターで確認することができ、その後、電力会社からの実際に発電した電力に対して金額支払いがあることで、短期間でその効果を確認することができる。

同事業成功の鍵として営業体制に関しても触れておきたい。太陽光発電事業は、多分に説明を要する商材であるため、価格に加え、販売チャネルが差別化に重要な要素となっている。設置までに、販売業者は、設置方法、発電シミュレーション、支払方法、設置に伴うメリット、などの相談や依頼に対応する必要があり、専門的な知識、対応力、説明力が販売締結への鍵となる。店舗で品物を渡せば済む商材ではなく、販売契約には必ず施工者または営業員

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

が訪問し、設置場所、工事日時、などを確認する。更にアフターサービス対応も必要であることから、同社が白蟻防除で培った営業の説明力と社員教育のスキームが有効に活用できる。

営業員にしてみれば、太陽光発電は、固定価格買取制度による設置のメリット、環境改善のイメージなどから白蟻防除と比較し、消費者に受け入れやすい商材であるといえよう。また、無料点検などの交渉前段階を必要としないことから、効率的に話を進めることも可能である。

産業用ＰＶ事業の価格競争力

ＳＲ社の理解では、同社の強みは価格競争力である。太陽電池モジュールは製造技術が確立されており、高度な製造工程も必要なく、製造装置も整っていることから、製品では大きな差別化を訴求しにくい。したがって、価格で差別化を図ることは正しい戦術であるといえよう。

同社が低価格を実現する方法は、1）常に品質基準を満たし低価格なモジュールの供給先を調査すること、および自社モジュール製造工場においてコスト削減を徹底することで、モジュールを最安値で仕入れること、2）仕入れから販売、施工まで太陽光発電システム設置を一気通貫で行う体制を構築したことで、各段階における中間マージンを縮小できること、の 2 点である。また、同社によれば、販売から施工まで一貫して行う業者は同社の他には大手事業者が少ないことも強みになっているという。

1）に関しては、太陽電池モジュールを全量自社生産ではなく、一部を自社生産とする点は注目に値する。太陽電池モジュールの生産設備は世界的に供給過剰であるため必ずしも自社生産が最安値調達への道とは限らない。同社のように他社からの調達を常に検討することで、最安値での調達が可能となる。また、仕入価格に関しては、同社の提示する仕入れ条件はモジュール供給先からのボリュームディスカウントを得やすい構造となっている。具体的には、同社は小から中規模の太陽光発電設備に注力し、受注販売方式を採用することで、設置予定に基づき、太陽電池モジュール供給業者に対し継続的に大ロットの注文を出すことができる。

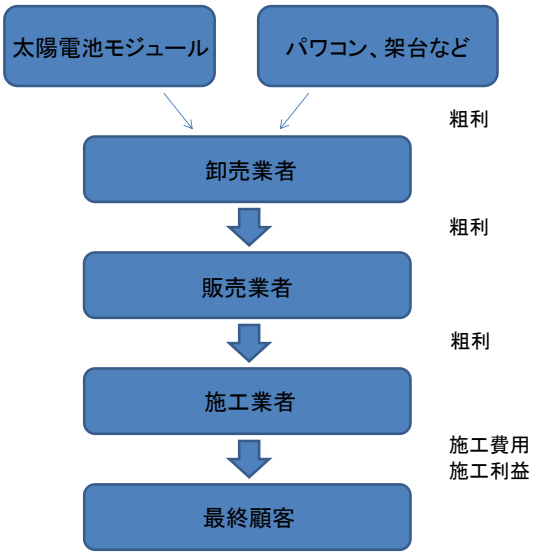
一方、住宅用太陽光発電を専門とする小規模住設事業者は、規模が小さ過ぎるために、小口販売に対応する営業・販売体制を持たないメーカーとの直接取引ができない。また、メガソーラーを取扱うゼネコンは、注文ロットは大きいものの一時的であることから、メーカーと直接取引ができたとしても、最良のボリュームディスカウントを得ることは困難であると考えられる。更に、今後はパワーコンディショナ、設置架台などの自社生産によるコスト削減も図る予定である。

2）に関しては、一般に太陽光発電システムでは、太陽電池モジュール、設置架台、パワーコンディショナなどのメーカー、卸業者、販売業者、施工業者などの各段階で利益を得る販売経路となっている。最終消費者までに、メーカー製造利益、卸業者の流通利益、販売業者の利益、施工業者の利益が価格に反映される。同社は、部品の製造または仕入れから設置まで

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

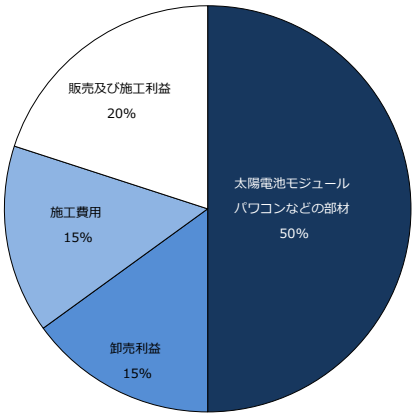
を一気通貫で行うことで、利益獲得の機会を増やし、一部を価格競争力に振り向けることで、低価格を実現した。

一般的な太陽光発電のバリューチェーン



出所：ＳＲ社作成

一般的な太陽光発電の費用と利益のイメージ



出所：ＳＲ社作成

2013 年 10 月現在、同社は、産業用太陽光発電を約 27 万円/ｋＷで販売している。設置条件によって価格が異なることから平均価格を単純比較することは困難であるものの、固定価格買取制度の価格を審議する調達価格等算定委員会が発表した 2012 年 10-12 月の 10ｋＷから 50ｋＷ未満の平均費用が 43.7 万円であることと比較すれば、非常に安い価格設定である。同社のシステムを設置した場合、初期投資回収期間は約 8 年、表面利回りで約 15%、期待内

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

部収益率（ＩＲＲ）は約 8%に達するとシミュレーションできる。

同社は、固定価格買取制度による買取価格が下がることは確実であるとの見通しで、継続的なコストダウンが必要と考えている。その一環として 2011 年より、中国上海で太陽電池モジュールの自社生産を始めた。また、2013 年には社内にエネルギー技術開発部などを新設し、全部材に関して少しでも安い調達方法と価格を常に調査するとともに、太陽電池モジュール以外にも、パワーコンディショナ等の周辺機器の内製化を視野に入れている。施工効率を高める設置架台も随時改良しており、コストダウンを図っていく方針である。

太陽光発電事業の組織体制

組織体制に関しては、2010 年に中国上海市に太陽電池モジュールの製造会社「善日（上海）能源科技有限公司」を設立、2012 年に本格的な産業用太陽光発電事業に対応するために、産業用太陽光発電システム等の、企画、設計、販売、施工及びコンサルティングを主たる目的として、株式会社サニックスエンジニアリングを設立（100%出資子会社）し、住宅用の実績をベースに産業用に対応する体制を整えた。

産業用ＰＶ事業部門では人員に関しても積極的に拡充し、産業用ＰＶ事業部門は 2013 年 3 月末で営業職は 58 人、技術職 277 人に、2013 年 6 月末には営業職 79 人、技術職 438 人に増員した。

産業用ＰＶ事業部門の事業拠点は西日本中心に全国 63 店舗、卸販売の事業所は東日本エリアを中心に 6 店舗を展開している。

出所：同社資料

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

太陽光発電事業の収益変動要因

太陽光発電事業の売上高は単純化すると、請負設置容量（ｋW）にキロワットあたり設置単価（円/ｋW）を乗じた金額で計算される。

売上高に対する原価は、太陽電池モジュール（自社製造も含む）、太陽電池システム（パワーコンディショナ、発電モニター、ケーブル・その他、設置架台など）のシステム部品および施工人件費、外注加工費などである。

固定価格買取制度における買取価格の引き下げ、および価格競争により設置単価は年々低下すると予想されるが、製造業者の原価低減努力によりシステム部品の仕入原価も同様に低下し、原価率には大きな変化が生じないように対策が講じられるであろう。また、施工人件費は、売上の増加に応じてほぼ並行して増加すると考えられ、変動費と考えるのが妥当であろう。

販売管理費は、営業人件費、広告費などで固定費中心の費用構造となっている。売上拡大に伴い、営業人員などは一定割合を増員する必要があるが、固定費的な要素が高いとみなされる。

販売管理費がほぼ固定費と判断できることから、ＳＲ社では、同事業の限界利益率は 30%から 40%程度であると推測する。ただし利益は、数量要因（請負設置容量の増減）のみならず、価格低下圧力、コスト削減努力の成果などによる影響を受けると考えることが妥当であろう。

太陽光発電事業における競合

同社の直接的な競合として、広島県に本社を置く株式会社ウエストホールディングス（JASDAQ 1407）が考えられる。住宅リフォームから出発し、太陽光発電設置事業を展開。住宅用の太陽光発電からメガソーラーや産業用太陽光発電にシフトしている。

部分的な競合では、太陽電池モジュールでは、シャープ株式会社（東証 1 部 6753）、京セラ株式会社（東証 1 部 6971）、パナソニック株式会社（東証 1 部 6752）、三菱電機株式会社（東証 1 部 6503）、ソーラーフロンティア株式会社（昭和シェル石油株式会社（東証 1 部 5002）子会社）など、販売では、株式会社ヤマダ電機（東証 1 部 9831）、など、施工業者では、各地域の住設業者などが想定されよう。

ただし、同社のように製造から販売・施工まで一気通貫で手掛ける企業は数少ない。このことから、前述のとおり、同社は低価格を実現できる体制において他社より優れているといえよう。また、同社が 10ｋW以上 50ｋW未満の設備に的を絞っていることは競争を避ける点で重要な意味をもつ。すなわち、地場の小規模住設業者では規模が大き過ぎ、ゼネコンなどにとっては小規模過ぎて手を出さないレベルであるため、過度の競争が起こりにくいと考え

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

られる。

環境資源開発事業

同セグメントの事業は、廃プラ加工処理（下記表では「プラスチック燃料」と表記）、売電収入、有機廃液処理、埋立処分、その他に分けられる。廃プラ加工処理および売電収入の比重が大きく、成長性も高い。

環境資源開発事業部門の業績（百万円）	09年3月期 通期実績	10年3月期 通期実績	11年3月期 通期実績	12年3月期 通期実績	13年3月期 通期実績	14年3月期 通期会予
環境資源開発事業部門	7,600	7,934	9,511	11,890	14,967	14,850
（前年比）	1.6%	4.4%	19.9%	25.0%	25.9%	-0.8%
プラスチック燃料	3,603	4,295	5,023	6,673	8,665	8,670
売電収入	1,550	1,276	1,427	2,303	3,370	3,310
有機廃液処理	1,833	1,474	1,444	1,595	1,602	1,741
埋立処分業等収入	-	415	939	706	607	518
その他	611	472	676	611	722	611
営業利益	-1,818	-1,112	-216	288	1,568	1,720
（前年比）	-	-	-	-	444.8%	9.7%

出所：会社データよりSR社作成
*表の数値が会社資料とは異なる場合があるが、四捨五入により生じた相違であることに留意。

廃プラ加工処理

廃プラ加工処理事業の売上は、企業の生産工程などで生じたプラスチックを収集し、同社工場で選別、破砕、圧縮、梱包する（燃料化加工）ことで、廃プラスチック排出事業者から受け取る手数料であり、処理量と処理料金によって同社の収入は変動する。同社は処理したプラスチックを燃料として後述の売電事業を手掛けていることに特徴がある。

同事業は全国的に展開し、顧客は、全産業、大手から中小企業にまで至る。適切な処理の工程、廃プラスチックを再生燃料として活用する体制などが顧客に評価されており、処理量は増加した。

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

地区別プラスチック燃料収入（百万円）		09年3月期 実績	10年3月期 実績	11年3月期 実績	12年3月期 実績	13年3月期 実績
西日本	売上高（百万円）	407	423	504	574	654
	処理量（t）	19,256	24,699	30,704	36,608	43,046
	処理単価（千円）	21.1	17.1	16.4	15.7	15.2
中京	売上高（百万円）	1,109	1,155	1,293	1,413	1,421
	処理量（t）	51,530	67,347	82,782	93,055	94,305
	処理単価（千円）	21.5	17.2	15.6	15.2	15.1
関東	売上高（百万円）	1,282	1,609	1,887	2,264	2,255
	処理量（t）	60,292	87,434	102,930	128,658	125,617
	処理単価（千円）	21.3	18.4	18.3	17.6	18.0
北海道 東北・北陸	売上高（百万円）	804	1,107	1,337	2,422	4,333
	処理量（t）	38,796	61,517	74,321	90,531	109,392
	処理単価（千円）	20.7	18.0	18.0	19.1	40.4
プラスチック燃料収入合計	売上高（百万円）	3,603	4,295	5,023	6,673	8,665
	処理量（t）	169,875	241,000	290,738	348,854	370,362
	処理単価（千円）	21.2	17.8	17.3	19.1	23.4
その他売上高		612	472	676	611	724
売上高合計		4,215	4,768	5,700	7,284	9,389

出所：会社データよりSR社作成
*表の数値が会社資料とは異なる場合があるが、四捨五入により生じた相違であることに留意。

出所：同社資料

同社は、1994 年に産業廃棄物処理事業に進出。産業廃棄物の処理・リサイクルを行う大規模なプラントの展開を全国的に行っている。2013 年 10 月現在、同社グループの工場（廃プラスチック類の中間処理工場）は全国に 15 箇所ある。企業や事業所などから排出される廃プラスチック類（産業系廃プラ）の処理を目的に設立された。

顧客は、全産業、大手から中小企業にまで至る。2013 年 3 月期の同社全体の年間処理実績は約 37 万ｔである。日本の廃プラ処理市場は産業用約 500 万ｔであり、当同社の処理能力は日本全国の 7%の年間廃プラスチックの処理量に相当する。

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

同社での廃プラスチック処理の流れは以下の通りである。

① 企業事業所や製造工場などから排出されたプラスチック類を回収し、処理工場に搬送
② プラスチックを有効に活用するため燃料として適するもの、不適なものを選別
③ 破砕機で処理
④ 破砕後、燃料に適したプラスチックは約 1m角のサイコロ状に圧縮し、プラスチック燃料として梱包する。燃料に不適なプラスチックはセメント会社等で処理、もしくは埋め立て処分する

同社では、すべてのプラスチック類を処理できるが、排出事業者に対して分別指導を徹底している。なお、廃プラスチックの貯留や処理は、すべて建物内で行い、廃棄物の飛散、流出および騒音を防止する。また、持ち込まれる廃棄物の分析および検査など、厳重な管理体制のもとで廃プラスチック処理に取り組んでいるという。

2000 年に改正された廃棄物処理法第 3 条において、「事業者は、その事業活動に伴って生じた廃棄物を自らの責任において適正に処理しなければならない」と定められており、排出企業に産業廃棄物の処理責任がある。排出企業は自ら処理することを原則とするが、産業廃棄物処理業の許可を受けた業者に委託することができる。ただし、産業廃棄物の排出企業は、処理を委託した産業廃棄物処理業者の不適正処理や不法投棄について罰則や原状回復義務を負わされる可能性がある。そのため、排出企業は廃プラ処理業者を選択する際に、価格に加え、適正に処理することが重要な要素となる。処理施設の視察なども行い、設備や処理工程を確認する。同社によれば、同社は適正な処理に関して顧客から高い評価を得ており、それが事業を拡大させることができた要因ともなっているという。

廃プラ加工処理での競合は、各県に 3 社から 4 社存在し、大手では太平洋セメント株式会社（東証 1 部 5233）、三菱マテリアル株式会社（東証 1 部 5711）、JFE 環境株式会社（JFE ホールディングス株式会社（東証 1 部 5411）のグループ会社）、などが挙げられる。同社によれば、同社の強みは適正な処理工程に対する信頼に加え、単純な廃棄物処理でなく発電まで手掛けることで、依頼者が廃棄物の有効再生利用に貢献できるということ、更に、各工場の処理能力が高く、搬入制限をせずに安定的に廃棄物を受け入れる体制が整っていることである。

廃プラ加工処理の収益変動要因

廃プラ加工処理事業の売上高は、処理量に処理単価を乗じて計算される。処理量は日本全体の産業廃棄物の全体量にも依存し、景気変動に一定の影響を受けるが、顧客は継続して廃棄物処理業者を利用するので、処理量は大きくは変動しない。処理単価は相対で決定され、随時協議されるが、地域、経費の変動、景気動向などにも影響を受ける。

廃プラ加工処理事業では、プラスチック燃料の販売も手掛けており、同社からサニックスエナジー社へプラスチック燃料が販売されているが、連結決算で、当該売上は内部消去される。

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

また、製紙会社等にボイラー向け燃料として販売している。

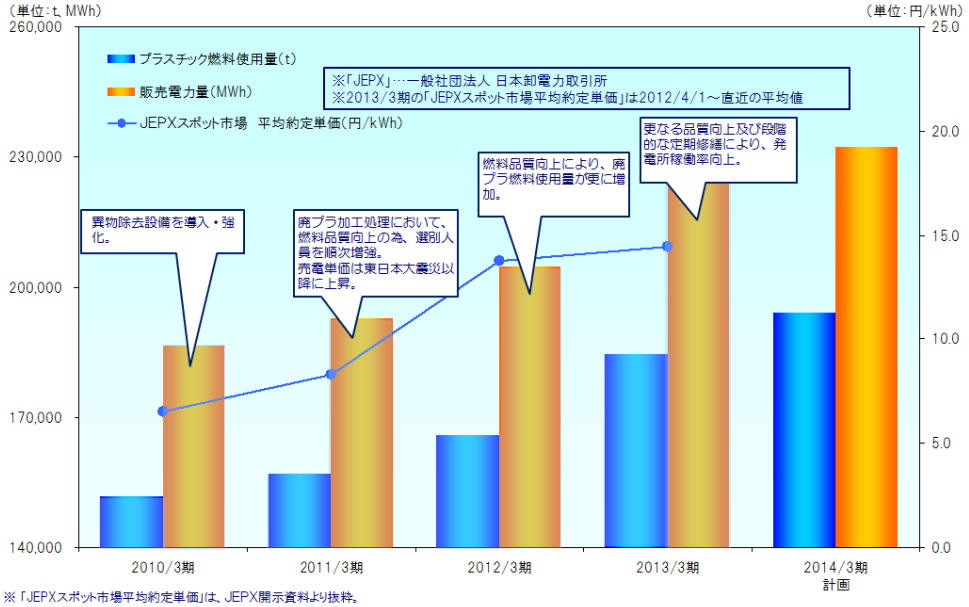
産業廃棄物処理の原価の主な内訳は外注加工費、労務費の順となっている。同事業において外注加工費および労務費は工場操業に必要な費用であり、一部を操業度に応じてコントロールするものと推測できる。

よって、廃プラ加工処理の主な利益変動要因は、処理量の変動、処理単価の変動、加工後のプラスチック燃料の販売量、販売単価の変動である。

売電事業

同社の売電事業の特徴は、廃プラスチック由来の燃料を使用することである。同事業では発電量に応じた収入を得ることができ、同社にとっての安定収益源となっている。発電所は過去に様々なトラブルを経験したものの、2013 年 10 月現在、安定稼働しており、プラスチック燃料の品質向上により発電効率を向上させることで売上成長が可能である。

■苫小牧発電所の主要数値推移



出所：会社資料

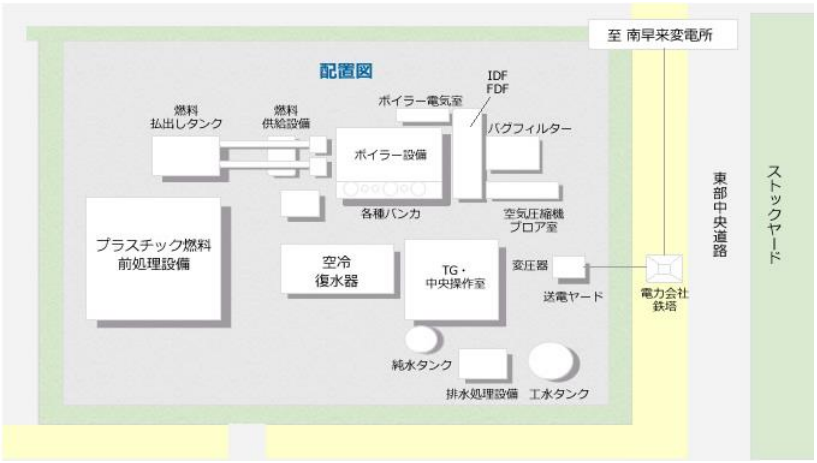
売電事業を担うサニックスエナジー社は 2001 年 10 月に設立され、サニックスエナジー苫小牧発電所は 2003 年に操業を開始した。同発電所では、廃プラスチックを燃料として、発電した電力を売電する。

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

苫小牧発電所

出所：会社資料

苫小牧発電所見取図



出所：会社資料

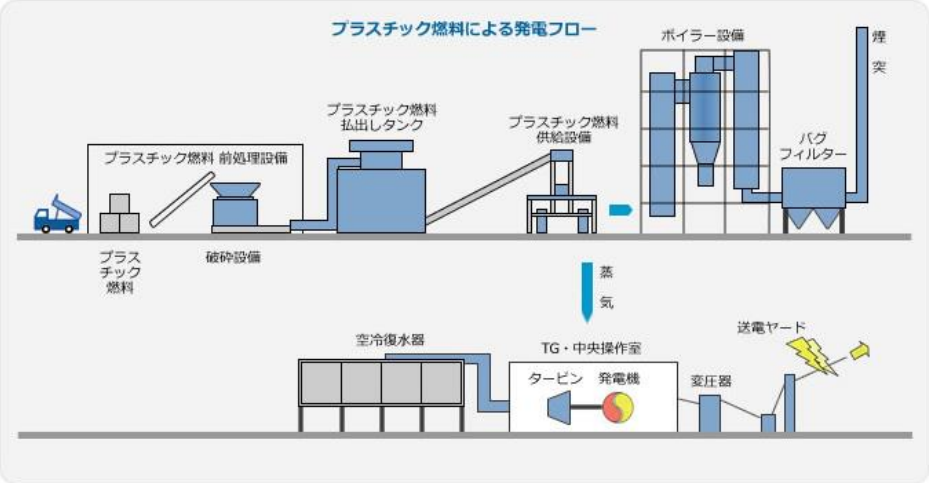
サニックスエナジー苫小牧発電所での、発電事業の流れは以下の通りである。

① プラスチック燃料を発電所にて 30mm 以下に再破砕

② ボイラーに投入し、発生した高温高圧の蒸気で、蒸気タービンを回転させ発電

③ 送電線を通じて販売先へ電力を供給

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved



出所：会社資料

発電機は 1 基で、発電出力は最大 74,000ｋW（一般世帯の２万３千世帯をカバーする電力量に相当）。発電した電力のうち、自社工場内で使用する電力は約 15%、残り 85%は売電する。

主な廃棄物発電の手法の一つである RDF（Refuse Derived Fuel）による発電（ごみ発電とも呼ばれる）とは基本設計が異なり、細かく破砕された廃プラスチック類（ボイラー用燃料）のみを圧縮空気によって 4 本の投入口から専焼ボイラー（廃プラスチックだけを燃焼させるボイラー）に直接吹き込む方法をとっている。発生した高温高圧の蒸気でタービンを回転させ、発電する仕組みである。

高温、高圧の蒸気は、蒸気タービンを効率よく回し、発電したあとは空冷復水器（蒸気を水に戻す）によって回収し再利用するため、一般的に問題視されている温廃水の発生は全くない。煤塵は回収、焼却灰とともに無害化してリサイクル、もしくは連結子会社の株式会社 C&R で埋め立て処分する。

技術開発によって、ボイラー内の温度は 850℃以上で運転し、200℃まで冷却することでダイオキシン類を発生させないようにした。

サニックスエナジー苫小牧発電所は 2005 年から 2009 年に様々なトラブルから、操業停止を余儀なくされた（「沿革」の項参照）。しかし、このような様々なトラブルを乗り越えて、苫小牧発電所では、改良を重ねることで、発電量を増やし、2013 年 10 月現在は安定的に稼働している。今後も、燃料品質の向上などにより販売電力量を増加させる余地があるものと考えられる。

売電事業の収益変動要因

売電事業に関して、同社の主な収入は売電収入であり、簡易的には販売電力量に売電単価を

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

乗じた金額が売上高となる。売電価格は相対で取り決められている。

売上に対する費用は、埋立費、薬剤等の材料費、労務費、外注加工費が主な費用である。燃料はグループ内で処理された廃プラスチックであり、材料費変動によるリスクはない。また、労務費はほぼ固定費とみなすことができ、安定稼働状態では利益も安定的に推移すると考えられる。

ただし、定期点検や修繕を行う必要があることから、稼働日数の計画未達や修繕費の増加が減益要因となる可能性がある。また、燃料品質により金属、塩素等の配分などで発電効率が低下し、販売電力量が予定に満たないリスクもある。

白蟻防除施工および床下・天井裏換気システム施工

白蟻防除施工および床下・天井裏換気システム施工はＨＳ事業部門に含まれる。白蟻防除施工は同社の創業時からの事業である。顧客の木造住宅に白蟻防除剤の散布、換気システムの設置を行うことで、薬剤または製品の料金を含むサービス提供または施工の対価として収入を得る。

当事業は、ピーク時には 40 万件の顧客を対象としていたが、2013 年 10 月現在では、約 30 万件の顧客に対しサービスを提供している。

同社は 2006 年に、同事業において、経済産業省より業務停止命令を含む行政処分を受けた（「沿革」の項参照）。その後は、再発防止策を徹底するとともに、新規顧客の獲得を停止し、既存顧客のアフターメンテナンスを中心としている。

HS事業部門の業績（百万円）	09年3月期 通期実績	10年3月期 通期実績	11年3月期 通期実績	12年3月期 通期実績	13年3月期 通期実績	14年3月期 通期会予
HS事業部門	14,657	14,056	16,657	15,395	14,814	10,273
（前年比）	−6.6%	−4.1%	18.5%	−7.6%	−3.8%	−30.7%
白蟻防除施工	5,288	4,775	4,095	3,498	2,690	3,190
床下・天井裏換気システム	2,549	2,996	2,568	2,092	1,310	1,323
その他	6,820	6,285	9,994	9,805	10,814	5,760
営業利益	3,470	3,365	2,608	2,482	1,776	2,250
（前年比）	−16.9%	−3.0%	−22.5%	−4.8%	−28.5%	26.7%

出所：会社データよりSR社作成
*表の数値が会社資料とは異なる場合があるが、四捨五入により生じた相違であることに留意。

白蟻防除需要は縮小傾向にある。白蟻は主に木造住宅に発生するが、新築住宅建築においては、コンクリート基礎やシート工法などが増加し、白蟻防除工事の必要頻度が低下している。また昨今ではかつてよりも白蟻被害自体が減少し、業者間の価格競争を引き起こしている。

2006 年以降、白蟻防除および床下・天井裏換気システム施工の売上は減少を続けているが、

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

今後も既存顧客のアフターメンテナンス中心に事業を継続すると考えられる。

同社は、産業用ＰＶ事業に注力する方針としており、当該事業では人員の増強を必要とする。よって、ＨＳ事業部門において売上減少があっても、産業用ＰＶ事業に人員をシフトすることで、従業員の人的リソースは有効に活用できることとなるであろう。

SW（Strengths, Weaknesses）分析

強み（Strengths）

- **太陽光発電における低価格の実現：**太陽光発電事業において、自社生産を含め低価格な部品を調達する体制、および調達から施工までを一気通貫で手掛けることで、低価格で魅力的なサービスの提供を実現した（「産業用太陽光発電事業の価格競争力」参照）。
- **低圧受電設備の産業用太陽光発電事業に適した組織体制：**低圧受電設備で設置が可能な10ｋW以上50ｋW未満の産業用太陽光発電は、いわゆる町の住設事業者のような小規模事業者には規模が大きく、大手ゼネコンなどの大手建設業者などには規模が小さい。同社はもともと白蟻防除施工、床下・天井裏換気システム設置などの訪問販売営業部門を有し、かつ小から中規模の工事を得意とする施工集団であったことから、10ｋW以上50ｋW未満の産業用太陽光発電事業を他社に先んじて展開する素地があった。このことは、太陽電池発電モジュールの仕入れにおけるボリュームディスカウントを享受できる理由にもなっている（「産業用太陽光発電事業の価格競争力」参照）。
- **安定収益源：**廃プラ加工処理事業は、顧客である事業者が一旦契約すると特別な理由がない限り、処理事業者を変更する可能性が低い。また、売電事業は安定稼働し、売上及び利益を確保できている。よって、同社は環境資源開発事業という安定的収益源をもっているといえよう。

弱み（Weaknesses）

- **歴史的にリスクを過小評価する経営文化：**同社の営業利益は、2002年3月期をピークに約10年にわたり低迷を続けたが、その原因の一つが、売電事業の開始である。当該事業は2003年3月期に開始（2001年4月着工、2003年10月竣工）し、当時の営業利益を超える総額約120億円の設備投資を行った。同事業を含む環境資源開発事業部門は営業損失を継続、2011年3月期にようやく営業黒字化を達成した（「過去のセグメント情報」参照）。ＳＲ社では、同社は積極的に事業を推進する一方で、評判や利益に対するリスクを過小評価する傾向があると考える。2013年10月現在、同社は、産業用太陽発電事業に注力し、人員を大幅に拡充するなど、同事業に集中的に経営資源を投下している。ＳＲ社では需要に対応するために正しい経営判断と評価しているが、一方で、同社のリスクに対する性質に変化が無いとも考えられる。
- **西日本エリアに偏った体制：**同社の産業用ＰＶ事業における人員および事業拠点は西日本エリアに偏っている。東日本エリアでは卸販売を主体とし、本格的に太陽光発電シス

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

テムの販売・施工を事業展開していない。西日本エリアでは63店舗の事業拠点を展開しているが、東日本エリアにおける事業拠点数は**6**店舗のみである。一方、国立社会保障・人口問題研究所の推計値を基に算定すると、2015年の西日本エリア（愛知県及び岐阜県を含む）の世帯数合計は約2,270万世帯に対し、東日本エリアの世帯数合計は2,790万世帯と、東日本エリアの世帯数が多い。このことから、同社は太陽光発電市場拡大の中で、東日本エリアにおける事業拡大の機会を捉えきれない状況にあるといえよう。

- **コスト競争力の持続性：**ＳＲ社では、同社の太陽光発電事業における競争力は、他社に先駆けて一気通貫の販売施工体制を整え、50ｋW未満の太陽光発電設備に注力し小規模の注文を束ねることで、一定量のボリュームを継続してメーカーに発注できる体制を構築したことで、低価格の商品提供を実現していることにあると理解している。一方で、コスト競争力に頼った戦略は、競合他社または新規参入企業が資金力に物を言わせて短期的な採算を度外視し、低価格で事業を展開した場合にはその競争力が失われることになる。また、同社のコスト競争力は圧倒的な市場シェアをベースとした生産量により実現しているものではなく、同業他社が模倣することも可能であると考えられる。今後、同社のビジネスモデルを模倣する企業が現れる可能性もあり、その場合には、同社の価格競争力が失われることになるだろう。

グループ会社

同社は、株式会社サニックスと連結子会社 10 社によって構成される。主要なグループ会社は下記の 3 社である（括弧内は出資比率）。

・株式会社サニックスエンジニアリング（100%）：産業用太陽光発電システムの販売・施工
・善日（上海）能源科技有限公司（100%）：太陽電池モジュールを製造
・株式会社サニックスエナジー（97.9%）：同社で加工処理したプラスチック燃料を発電所の燃料として購入し、発電された電力を販売する

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

市場とバリューチェーン

マーケット概略

太陽光発電市場

同社の業績に大きな影響を及ぼすであろう太陽光発電市場に関して、日本における太陽光発電市場の予測、太陽光発電普及促進策、および固定価格買取制度に関して、以下に説明する。

日本における太陽光発電市場の予測
地球温暖化問題や近年の原油価格高騰などから、化石燃料に替わるクリーンエネルギーが注目を集めている。また、原子力も注目される分野の一つだが、安全性の側面からはクリーンエネルギーに劣る。その有望なエネルギー源の一つが太陽光発電（Photovoltaic Power Generation：ＰＶ）である。太陽光発電は、太陽電池を利用し、太陽光を電力に変換する発電方式であり、二酸化炭素を排出しない。

日本においても太陽光発電システムの導入に対する政策的な取組により、太陽電池の導入量は年々増加している。NEDO のロードマップによれば、2020 年までに 2005 年の 20 倍(29ＧW)、2030 年には 40 倍の（53ＧW）の導入目標が掲げられているが、2030 年の目標が達成されれば、全電力の約 10%を太陽光発電で賄える計算となる。

> NEDO は、新エネルギー・産業技術総合開発機構（New Energy and Industrial Technology Development Organization）の略称。産学官の連携及び、国際ネットワークの活用で、エネルギー・地球環境問題の解決と産業技術の競争力を目指す独立行政法人で日本最大の技術開発推進機関である。

なお、経済産業省によれば、2012 年度に太陽光発電が国内総発電量に占める割合はわずか 0.4%（2011 年度は 0.2%）であった。

また、年間の需要予測としては、富士経済研究所によれば、国内の太陽電池市場（モジュール出荷ベース）は 2030 年に 2012 年比で 340%、金額ベースでも 152%の成長が予測されている。出力ベースでは長期的に年平均 13%程度の堅調な市場拡大となるが、原材料や製造装置などの周辺装置では価格下落の基調が続くと予想され、金額ベースでは年平均 3%程度の成長予測に留まる。

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

国内太陽光市場（モジュール出荷ベース）

		2011年	2012年見込	2030年予測	2030年予測/2012年見込み
出力合計		1,450MW	2,500MW	8,500MW	340%
	住宅用	1,200MW	1,500MW	5,000MW	333%
	産業用	250MW	1,000MW	3,500MW	350%
金額		2,200億円	2,500億円	3,800億円	152%

出所：株式会社富士経済の予測をもとにSR社作成

短期的な予測として、米 IHS 社によれば、固定価格買取制度により、2013 年に日本国内に新規導入される太陽光の発電能力は 2012 年に比べて 2.2 倍の 530 万ｋWに拡大し、設備販売額や設置費用などを合計した市場規模が 198 億ドル（約１兆 9,100 億円）とドイツを抜いて世界１位になる見通しである。

日本での太陽発電普及促進策

日本では再生可能エネルギーに対する普及促進策としては電力会社による自主的な買い取り、RPS 法や各自治体による助成などが用いられてきた。これにより 2004 年までは太陽光発電では世界一の累積導入量であったが、2005 年に新エネルギー財団による補助金が一度打ち切られてからは、国内市場は縮小していた。

> RPS 法は、2002 年 6 月に公布された「電気事業者による新エネルギー等の利用に関する特別措置法」の略称。電気事業者に対して、一定量以上の新エネルギー等を利用して得られる電気の利用を義務付けることにより、新エネルギー等の利用を推進した。

このため 2009 年 1 月に経産省が緊急提言に沿って補助金を復活させた。また 2009 年 2 月には環境省も再生可能エネルギーの導入に伴う費用や経済効果の試算を発表し、普及政策として固定価格買取制度の採用を提案、住宅における余剰電力買取制度が 2009 年 11 月から開始された。

その後、再生可能エネルギー特別措置法案が 2011 年 8 月に成立、2012 年 7 月に施行され、全量買取制度が導入された。

再生可能エネルギーの固定価格買取制度

固定価格買い取り制度は、再生可能エネルギーを普及させるため、太陽光や風力など５種類の電力の全量を基本的に電力会社が買い取る制度である。ドイツやスペインで太陽光発電が普及したのは同様の制度が背景とされている。この買取価格が高いと普及が進みやすくなる。2013 年 10 月現在、太陽光発電において、10ｋW未満の余剰電力買取制度と 10ｋW以上の全量買取が採用されている（10ｋW以上は余剰買取も選択可能）。

10ｋW未満での太陽光発電では、余剰電力の買取制度が採用されており、太陽光発電した電気から、自分の家で使った電気を引き算し、余った電気があればこれを売電できる。2009 年の制度開始時の余剰電力の買い取り価格は 1 キロワット時あたり 48 円（税込）、設置後 10

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

年間は同じ価格で買い取って貰える。また、その後新規に設置された設備の買取価格は、年々引き下げられる予定である。余剰電力の買取価格は 2012 年度が 1 キロワット時当たり 42 円（税込）だったが、2013 年度は 38 円（税込）、2014 年度は 37 円（税抜）と定められている。

固定価格買取制度に関して、「余剰電力の買取制」とは異なる買取方式として、「全量買取制」がある。全量買取制は、自分で消費した電力とは無関係に、太陽光発電したすべての電力を売電できるという方式である。日本では 2012 年 7 月 1 日から 10ｋW以上の設備の全量買取が始まり、10ｋW未満では余剰電力の買取制度が継続されている。

固定価格買取制度における買取価格及び買取期間は、経済産業大臣が毎年度、当該年度の開始前に定めることとなっている。経済産業大臣は、買取価格及び買取期間を定めるときは、中立的な第三者委員会（調達価格等算定委員会）が公開の場で審議を行い、その意見を尊重することとなっている。また、普及促進のために施行後 3 年間は、調達価格を定めるに当たり、供給者の利潤に特に配慮することとなっている（附則第７条）。

なお、電力買取りに要する費用は、賦課金として電力料金に上乗せすることとなるが、経済産業大臣は、調達価格等を定めるに当たって、賦課金の負担が電気の使用者に対して過重なものとならないよう配慮しなければならないと定められている。

太陽光発電の場合、10ｋW以上の産業用太陽光発電設備による電力の買取価格は 2012 年度が 1 キロワット時当たり 40 円（税抜）だったが、2013 年度は 36 円（税抜）、2014 年度は 32 円（税抜）と年々引き下げられている。

調達価格等算定委員会案は、諸条件を勘案のうえ、法律に基づき施行後 3 年間は例外的に IRR を 1 から 2%程度高く設定、設置者が 6%の IRR を確保できる基準を設定する。

固定価格買取制度における 10ｋW以上の買取価格に関して、調達価格等算定委員会案は、メガソーラーの経営を想定して作成しており、IRR を計算する際の運転維持費に賃借料や人件費などの運転維持費を含む。実際に遊休地などの所有者が 10ｋW以上 50ｋW未満の設備を設置する場合には、賃借料や人件費などの維持費が不要であるため、産業用太陽光発電設備を低価格で設置することができれば、調達価格等算定委員会の IRR 算定値を超える高い収益を獲得することが可能である。

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

調達価格及び調達期間についての調達価格等算定委員会案

太陽光発電（10kW以上）

		2012年度調達価格	2013年度調達価格	2014年度調達価格
買取価格	（税抜）	40.0円	36.0円	32.0円
資本費	システム費用	32.5万円/kW	28.0万円/kW	27.5万円/kW
	土地造成費	0.15万円/kW	0.15万円/kW	0.4万円/kW
運転維持費	土地賃借料	年間150円/㎡	年間150円/㎡	年間150円/㎡
	修繕費・諸費	建設費の1.6%/年	建設費の1.6%/年	0.8万円/kW/年
	一般管理費	修繕費・諸費の14%/年	修繕費・諸費の14%/年	
	人件費	300万円/年	300万円/年	
IRR（税引前）		6.0%	6.0%	6.0%

出所：調達価格等算定委員会資料を基にSR社作成

*システム費用は、太陽光パネル、パワーコンディショナ、架台、工事費を含む

なお、同社では 2013 年 10 月現在、太陽光発電設備の価格を約 27 万円/ｋＷと設定している。当該価格で設置した場合に、諸条件を勘案すると 8%程度の内部収益率を確保することが可能である。

仮に、法施行 3 年経過後の 2015 年度（2015 年 4 月から 2016 年 3 月）に設置者に対する優遇期間を終了し、固定買取制度による買取価格が、ＩＲＲ4%程度を基準に見直されたとしても、周辺機器を含むコスト削減や多少の利益率を犠牲にした値下げにより、消費者にとって十分に魅力的な価格設定とすることが可能であり、同社においては急激な売上の減少は避けられると考えられる。

太陽光発電バブルの可能性

太陽光発電需要のリスクとして、スペインにおいて、固定価格買取制度が引き起こしたバブルに関して触れておく必要があるだろう。

スペインでは 2007 年に太陽光発電の普及促進策として買い取り価格を大幅に引き上げたことで、太陽光バブルが発生した。その後は、買取価格引き下げ、買取上限の設定、買取期間の短縮、補助金の停止、過去にさかのぼっての補助金の停止、などの政策変更を行ったことで、太陽光発電の導入件数が大幅に減少した。

2001 年に再生可能エネルギー促進を目的とした EU 指令が採択され、スペインは再生可能エネルギーの大幅増に向けて 2004 年および 2007 年に新たな政令を公布した。2007 年の促進策では固定価格買取制度の買取期間は 25 年、買取価格は投資収益率が 17%となるまでに設定され、太陽光発電の年間導入量は 2006 年の 102ＭＷから 2008 年に 2,708ＭＷにまで増加した。

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

この結果、太陽光発電の発電能力が政府目標を大幅に超過、これに伴う配電会社の赤字も巨額に達し、2008 年 9 月に新たに太陽光の固定価格引き下げの政令を導入して沈静化を図らざるを得ない状況に陥った。2009 年にはスペインの太陽光発電市場はバブルがはじけ、太陽光発電の年間導入量は 17ＭＷまで一挙に縮小した。

日本の固定価格買取制度では、期間 20 年、投資収益率は 6%程度と合理的に設定されており、スペインのような行き過ぎた促進策とは異なるといえよう。法施行 3 年経過後の 2015 年に固定価格買取制度の買取価格が引き下げられたとしても、スペインほどの大きな需要減退にはならないと考えられる。

参考に、ドイツの太陽光発電市場に関して触れると、2000 年から再生可能エネルギー法が施行され、太陽光発電による電力を固定価格で 20 年間にわたって全量買い取る制度が導入された。その結果、太陽光発電設備は大きく伸び、設備容量は 2005 年に世界のトップに上った。その後も大量の設備が設置され続け、2012 年末時点の累積導入量は約 32ＧＷ、世界の累積導入量の 31%に達した（出所：欧州太陽光発電産業協会）。特に 2010 年から 2012 年の 3 年間は年間設置量が 7GW を超える水準であった。

しかし、太陽光発電促進のための電力買取により電気料金が高騰し、国民負担が大きくなってきたことから、2012 年 6 月に買取価格が大幅に見直された。ドイツ連邦環境省は買取価格の引き下げにより 2013 年の新規導入量が 2.5 から 3.5ＧＷに減少する見通しであるとしている。

参入障壁

太陽光発電に関して、2013 年 3 月に中国のサンテックパワーが経営破たんに陥るなど太陽電池モジュールの製造については、供給過剰の状況であり、収益獲得機会は限られよう。販売や施工に関しては、極端には地場の住設業者が明日から始めることも可能であろう。ただし、製造から販売、施工、メンテナンスまで一気通貫で事業展開を行うことにより実現し得る低価格、商品や施工技術に対する安心感、広告掲載の資金、などを考慮すると、同社の優位性に対抗することは困難であるといえよう。

廃プラ処理事業に関しては、大規模な設備投資と運営ノウハウを必要とすること、処理後の有効再利用を含めて考えた場合には、更なる設備投資やノウハウが必要となることなどを考慮すれば、新規に参入するメリットは限られよう。

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

経営戦略

同社は「汚いところをきれいにする」という経営者の理念で、他社に先んじて参入者が限定される事業に参入し、先行者としてノウハウを積み上げることで、一歩先を行く事業展開を得意とする。白蟻防除および床下・天井裏換気システム施工などはその成功例で、2002 年 3 月期までは順調に事業を拡大した。

白蟻防除および床下・天井裏換気システム施工での業務停止を含む処分後は新規顧客獲得を取りやめ、既存顧客のメンテナンスを主体としていた。売上が縮小する中、人員削減を実施し、次の事業機会を模索していた。

2009 年より、太陽光発電事業をビジネスチャンスと捉え、大きく方向転換を図った。太陽光発電事業は、次のような理由から同社の強みを最大限発揮できる事業であるといよう。

1）同社の営業および施工のリソースを最大限有効に活用できる
2）50ｋW未満の設備に注力することで過度の競争を避けることができ、かつボリュームディスカウントを得ることができる
3）商品そのものに差別化要素が乏しく、低価格品の調達努力とバリューチェーンの工夫により、価格競争力を維持することが可能である

同社は 2012 年には産業用ＰＶ事業への注力を明確にし、需要増大に対応するために組織体制を整備した。同社によれば、同社は調達、販売、および施工の体制を早期に整えたことで、価格や施工能力で他社に先行できていると考えられ、産業用ＰＶ事業において一歩先を行く事業展開が可能であるという。

過去の業績

2014 年 3 月期第 3 四半期実績

2014 年 3 月期第 3 四半期の売上高は 51,533 百万円（前年同期比 88.1%増）、営業利益 2,421 百万円（前年同期比 1,357.2%増）、経常利益 2,186 百万円（前年同期比 2,494.9%増）、四半期純利益 1,301 百万円（前年同期は四半期純損失 126 百万円）であった。

2014 年 3 月期第 3 四半期の売上高は、産業用ＰＶ事業部門においては、2013 年 3 月期第 4 四半期に本格的に施工を開始した「産業用太陽光発電システム」及び「太陽光発電システム卸販売」が増収となった。ＨＳ事業部門は、産業用ＰＶ事業へ人員体制をシフトしたことにより減収となった。ＥＳ事業部門は、ビル、マンション等の事業者向けに「太陽光発電システム」が増収となった。環境資源開発事業部門は、「プラスチック燃料収入」、苫小牧発電所の「売電収入」、「有機廃液処理収入」ともに増収となった。

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

利益面では、産業用ＰＶ事業部門における、太陽光発電システムの施行売上、及び卸販売の増収が寄与した。

各事業セグメントに関しては次の通りである。

- 産業用ＰＶ(Photovoltaic)事業部門

（売上高：27,117 百万円（前年同期の売上高は 2,259 百万円）、営業利益：1,958 百万円（前年同期は 587 百万円の営業損失））
産業用太陽光発電システムの売上高が 22,308 百万円（前年同期は 443 百万円）、太陽電池モジュール等の部材に係る卸販売が 4,809 百万円（前年同期比 164.9%増）であった。

第 1 四半期から月を追うごとに受注が拡大している傾向に変化はなく、2013 年 12 月の受注は 2013 年 4 月の約 6 倍にまで拡大した。

過去1年（2013年2月以降）の産業用太陽光発電システム（直販）の受注の推移（2013年4月を100とした指数表記）

2013年								2014年			
2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1月
114.1	86.0	100.0	150.5	236.6	258.2	260.1	333.3	436.4	499.0	600.7	611.5

出所：会社データよりSR社作成
*経済産業省への設備認定申請の代行依頼を受け付けたものを受注としている。

営業利益は増収効果により、広告宣伝費や人件費等のコスト増を吸収し改善した。

四半期ベースでは、売上総利益率は第 1 四半期（4 月から 6 月）の 24.2%から第 3 四半期（10 月から 12 月）には 22.9%に低下した。材料費、外注加工費の売上高に対する比率が低下した一方、受注拡大に対応するための人員増強により、労務費の売上高に対する比率が上昇した。

同事業部門では、売上高および受注拡大に対応するために、施工人員を 2013 年 3 月期末の 277 人から 2014 年 3 月期第 3 四半期で 1,077 人にまで増員した。その結果、売上原価の労務費は第 1 四半期（4 月から 6 月）の 356 百万円（売上高比率は 4.8%）が第 3 四半期（10 月から 12 月）には 1,009 百万円（同 8.4%）となった。

- ＨＳ(ホーム・サニテーション)事業部門

（売上高：8,448 百万円（前年同期比 28.3%減）、営業利益：1,095 百万円（前年同期比 27.8%減））
ＨＳ事業から産業用ＰＶ事業へ人員体制をシフトしたことにより減収。特に「住宅用太陽光発電システム」は前年度同期比 83.9%減となった。また、売上減少により販管費等の固定費比率が上昇し、減益となった。

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

- ES（エスタブリッシュメント・サニテーション）事業部門

（売上高：3,913 百万円（前年同期比 72.2%増）、営業利益：108 百万円（前年同期比 119.1%増））
ビル・マンション向け建物維持管理等の施行売上高は前年同期とほぼ同水準であったが、関東地区等において営業を進めた太陽光発電システムの売上高は前年同期比 315.8%増となった。増収効果により増益となった。

2014 年 2 月現在、同社の産業用太陽光事業は、西日本地域を中心に直接販売・直接施工の業務を展開し、東日本地域では太陽光パネルの卸販売を中心としている。同社によれば、ES 事業部門が、東日本地域における産業用太陽光発電システムの直販・施工事業を展開することを検討しているという。

- 環境資源開発事業部門

（売上高：12,053 百万円（前年同期比 8.8%増）、営業利益：1,087 百万円（前年同期比 17.2%増））
プラスチック燃料収入は、廃プラスチック類及び有機廃液処理の受入量が増加、売電収入は苫小牧発電所が安定的に稼働したことで増収となった。また増益は全分野における増収効果による。

四半期ベースの推移では、同事業部門の売上高および営業利益は、第２四半期（7 月から 9 月）に、苫小牧発電所の大規模定期修繕に係る約 1 か月間の稼働停止、費用負担約 3 億円により一時的に減少したが、第３四半期（10 月から 12 月）には売上高・営業利益ともに第１四半期（４月から６月）を上回る水準となった。

2014 年 3 月期第 2 四半期実績

2014 年３月期第２四半期の売上高は 31,692 百万円（前年同期比 74.3%増）、営業利益 1,496 百万円（前年同期比 185.3%増）、経常利益 1,443 百万円（前年同期比 183.7%増）、四半期純利益 1,052 百万円（前年同期比 177.4%増）であった。

2014 年 3 月期第 2 四半期の売上高は、産業用ＰＶ事業部門においては、2013 年 3 月期第 4 四半期に本格的に施工を開始した「産業用太陽光発電システム」が新たに売上に加わり、大幅な増収となった。ＨＳ事業部門は、産業用 PV 事業部門への体制シフトに伴い人員を減少させたことにより、「住宅用太陽光発電システム」が大幅な減収となった。ＥＳ事業部門は、ビル、マンション等の事業者向けに「太陽光発電システム」が増収となった。環境資源開発事業部門は、プラスチック燃料収入が増収となったことや、苫小牧発電所が安定的に稼動したこと等により「売電収入」が増収となった。

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

利益面では、産業用ＰＶ事業部門は、産業用太陽光発電システムの大幅な増収効果により黒字化し、ＨＳ事業部門は、住宅用太陽光発電システムが大幅に減少したものの、利益率が高い白蟻防除施工等商品の売上構成比が上昇したことにより増益となった。

各事業セグメントに関しては次の通りである。

- 産業用ＰＶ(Photovoltaic)事業部門

（売上高：15,155 百万円（前年同期の売上高は 896 百万円)、営業利益：953 百万円（前年同期は 179 百万円の営業損失))
産業用太陽光発電システムの売上高が新たに加わったほか、太陽電池モジュール等の部材に係る卸販売が増加した。営業利益は大幅な増収効果により、広告宣伝費や人件費等のコスト増を吸収し改善した。
同社によれば、当事業部門において、産業用太陽光発電システムにおける電力会社との系統連系に係る技術検討に同社の期初想定より日数がかかっていることで、工事着手が下期にずれ込んだ物件が 30 件程度あるという。このことが、11 月 12 日に 2014 年 3 月期上期会社予想を修正した主要因となった。

> 系統連系に係る技術検討：電力会社が各種法令等に基づき、太陽光発電設備を系統連系した場合の周囲への影響等について、技術的な検討を行う。検討の結果、電力会社の設備の改修等が必要な場合には、必要な工事費用を客が負担することとなる。

産業用太陽光発電システムの受注は好調に推移し、2013 年 10 月には 4 月比で 4 倍以上に拡大した。同社は、西日本エリアにおける産業用ＰＶ事業部門の営業員を 2013 年 3 月末の 46 人から、2013 年 9 月末には 91 人に増員した。同社によれば、受注増加の要因として、従来からの新聞広告効果に加え、営業員増員が大きく寄与しており、既存顧客のリピートや紹介による注文が増えているという。

2012年10月以降の産業用太陽光発電システム（直販）の受注の推移（2013年4月を100とした指数表記）

2012年			2013年									
10月	11月	12月	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月
102.0	90.7	87.3	76.1	114.1	86.0	100.0	150.5	236.6	258.2	260.1	333.3	436.4

出所：会社データよりSR社作成
*経済産業省への設備認定申請の代行依頼を受け付けたものを受注としている。

- ＨＳ(ホーム・サニテーション)事業部門

（売上高：6,088 百万円（前年同期比 27.7%減)、営業利益：1,168 百万円（前年同期比 17.3%増))
白蟻防除施工や床下・天井裏換気システム等既存商品は増加したが、産業用ＰＶ事業部門への人員の移行等に伴い住宅用太陽光発電システムが大幅に減少した。
同社によれば、住宅用太陽光発電システムは積極的な営業から依頼に対応することで売り上げが減少した。既存顧客に対する訪問頻度を増やしたことで、白蟻防除施工、床下・天井裏換気システムなどの売上が大きく増加したという。営業利益は、利益率が高い既存商品（白

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

蟻防除施工、床下・天井裏換気システムなど）の構成比が上昇したことにより、増益となった。

- ES（エスタブリッシュメント・サニテーション）事業部門

（売上高：2,600 百万円（前年同期比 79.0%増）、営業利益：83 百万円（前年同期比 63.6%増））
太陽光発電システムが事業所向けに販売を強化、施工体制も拡充したことで増収増益となった。

- 環境資源開発事業部門

（売上高：7,848 百万円（前年同期比 5.9%増）、営業利益：518 百万円（前年同期比 34.7%減））
プラスチック燃料収入は、搬入量が増加し、売電収入は苫小牧発電所が安定的に稼働したことで増収となった。前年同期には実施しなかった苫小牧発電所の大規模定期修繕に係る約 1 か月間の稼働停止、費用負担約 3 億円により減益となった。

上期実績は期初会社予想を下回ったものの、同社は 2014 年 3 月期通期会社予想を据え置いた。会社予想では、2014 年 3 月期下期は産業用 PV 事業を中心とした大幅な増収増益を見込んでいる。同社は、産業用 PV の受注が好調に推移し、受注残が積み上がっていることから、会社予想の売上、利益の達成には自信があるとしている。
SR 社では、産業用太陽光発電システムにおける電力会社との系統連系に係る技術検討に要する期間が、長期化した場合には、売上および利益が会社予想に達しない可能性があると考える。

2014 年 3 月期第 1 四半期実績

2014 年 3 月期第 1 四半期の売上高は 15,753 百万円（前年同期比 78.6%増）、営業利益 966 百万円（前年同期は 116 百万円の営業損失）、経常利益 925 百万円（前年同期は 116 百万円の経常損失）、四半期純利益 779 百万円（前年同期は 171 百万円の損失）であった。

2014 年 3 月期第 1 四半期の売上高は、産業用ＰＶ事業部門においては、2013 年 3 月期第 4 四半期に本格的に施工を開始した「産業用太陽光発電システム」が新たに売上に加わり、大幅な増収となった。ＨＳ事業部門は、産業用太陽光に体制シフトを行い人員を減少させたことにより、「住宅用太陽光発電システム」が大幅な減収となった。ＥＳ事業部門は、ビル、マンション等の事業者向けに「太陽光発電システム」が増収となった。環境資源開発事業部門は、プラスチック燃料収入が増収となったことや、苫小牧発電所が安定的に稼動したこと等により「売電収入」が増収となった。

2014 年 3 月期第 1 四半期に、ＨＳ事業部門から産業用ＰＶ事業部門への人員シフトを実施

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

したことで、産業用ＰＶ事業部門の売上高は著しく成長し、同社の事業部門別売上高構成比は大きく変化した。具体的には産業ＰＶ事業部門の売上高構成比は 2013 年 3 月期第 1 四半期の約 4%から 2014 年 3 月期第 1 四半期に約 47%に拡大し、ＨＳ事業部門の売上高構成比は 2013 年 3 月期第 1 四半期の約 47%から 2014 年 3 月期第 1 四半期に約 20%に縮小した。

利益面では、産業用ＰＶ事業部門は、産業用太陽光発電システムの大幅な増収効果により黒字化かつ収益の柱となり、ＨＳ事業部門は、住宅用太陽光発電システムが大幅に減少したものの、利益率の高い白蟻防除施工および床下・天井裏換気システム等の既存商品の構成比が上昇したことにより増益となり、環境資源開発事業部門は、全分野における増収効果により増益となった。

各事業セグメントに関しては次の通りである。

- 産業用ＰＶ(Photovoltaic)事業部門

（売上高：7,455 百万円（前年同期の売上高は 361 百万円）、営業利益：554 百万円（前年同期は 38 百万円の営業損失））
主力商品となった産業用太陽光発電システムの売上高が新たに加わったほか、太陽電池モジュール等の部材に係る卸販売が増加した。営業利益は大幅な増収効果により、新聞等の広告宣伝コストの増加を吸収し営業利益が改善した。

産業用太陽光発電システムの受注は好調に推移し、6 月には 4 月比で倍増した。同社は、西日本エリアにおける産業用ＰＶ事業部門の営業員を 2013 年 3 月末の 46 人から、2013 年 6 月末には 67 人に増員した。同社によれば、受注増加の要因として、従来からの新聞広告効果に加え、営業員増員が大きく寄与しており、既存顧客のリピートや紹介による注文が増えているという。

2012年10月以降の産業用太陽光発電システム（直販）の受注の推移（2013年4月を100とした指数表記）

2012年			2013年						
10月	11月	12月	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月
102.0	90.7	87.3	76.1	114.1	86.0	100.0	150.5	236.6	258.2

出所：会社データよりSR社作成
*経済産業省への設備認定申請の代行依頼を受け付けたものを受注としている。

- ＨＳ(ホーム・サニテーション)事業部門

（売上高：3,115 百万円（前年同期比 24.8%減）、営業利益：601 百万円（前年同期比 276.7%増））
白蟻防除施工や床下・天井裏換気システム等既存商品は増加したが、産業用ＰＶ事業部門への人員の移行等に伴い住宅用太陽光発電システムが大幅に減少した。

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

- ES（エスタブリッシュメント・サニテーション）事業部門

（売上高：1,197 百万円（前年同期比 65.4%増）、営業利益：32 百万円（前年同期比 175.2%増））

太陽光発電システムが事業所向けに販売を強化、施工体制も拡充したことで増収増益となった。

- 環境資源開発事業部門

（売上高：3,986 百万円（前年同期比 10.8%増）、営業利益：439 百万円（前年同期比 49.2%増））

プラスチック燃料収入は、搬入量が増加し、売電収入は苫小牧発電所が安定的に稼働したことで増収となった。増収効果による生産性の向上とコスト削減により大幅な増益となった。

2013 年 3 月期決算実績

2013 年 3 月期の売上高は 43,366 百万円（前年同期間比 37.9%増）、営業利益 1,870 百万円（同 356.4%増）、経常利益 1,788 百万円（同 414.1%増）、当期純利益 1,575 百万円（2012 年 3 月期は 13 百万円）であった。

売上高は、産業用ＰＶ事業部門においては、当第４四半期連結累計期間に本格的に施工を開始した「産業用太陽光発電システム」が新たに売上に加わり、前年同期比 581.6%増となった。

ＨＳ事業部門は、「住宅用太陽光発電システム」が増収となったものの、体制変更に伴う人員減により「白蟻防除施工」等が減収となり、前年同期比 3.8%減となった。

ＥＳ事業部門は、ビル、マンション等の事業者向けに「太陽光発電システム」が増収となり、前年同期比 43.8%増となった。

環境資源開発事業部門は、搬入量が増加したこと等により「プラスチック燃料収入」は増収、苫小牧発電所が安定的に稼動したこと等により「売電収入」も増収となり、前年同期比 25.9%増となった。その結果、グループ全体の売上高は 43,366 百万円（前年同期比 37.9%増）となった。

利益面では、産業用ＰＶ事業部門は、「再生可能エネルギーの固定価格買取制度」の開始を受け、「産業用太陽光発電システム」の需要喚起の為に広告宣伝費を投入するとともに、販売並びに施工体制を整備することにより、黒字化、増益となった。ＨＳ事業部門は、産業用太陽光発電事業へのシフト、体制変更に伴う人員減により「白蟻防除施工」等が減収し、減益となった。ＥＳ事業部門は、増収効果により増益となった。環境資源開発事業部門は、「プラス

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

チック燃料収入」や「売電収入」の増収やコスト低減により大幅な増益となった。

この結果、グループ全体の損益は、営業利益は 1,870 百万円（前年同期比 356.4%増）、経常利益は 1,788 百万円（前年同期比 414.1%増）、当期純利益は 1,575 百万円（前年同期 13 百万円の当期純利益）となった。

損益計算書

損益計算書（百万円）	10年3月期 連結	11年3月期 連結	12年3月期 連結	13年3月期 連結	14年3月期 連結
売上高	**24,539**	**28,980**	**31,454**	**43,366**	**84,212**
前年比	-2.8%	18.1%	8.5%	37.9%	94.2%
売上原価	14,621	18,704	21,013	29,996	62,800
売上総利益	**9,918**	**10,276**	**10,442**	**13,370**	**21,421**
前年比	-6.1%	3.6%	1.6%	28.0%	60.2%
売上総利益率	40.4%	35.5%	33.2%	30.8%	25.4%
販売費及び一般管理費	9,528	9,774	10,032	11,500	16,913
売上高販管費比率	38.8%	33.7%	31.9%	26.5%	20.1%
営業利益	**390**	**502**	**410**	**1,870**	**4,508**
前年比	-	28.6%	-18.3%	356.4%	141.0%
営業利益率	1.6%	1.7%	1.3%	4.3%	5.4%
営業外収益	124	126	133	138	209
営業外費用	290	198	195	219	407
経常利益	**225**	**430**	**348**	**1,789**	**4,310**
前年比	-	91.2%	-19.1%	414.1%	140.9%
経常利益率	0.9%	1.5%	1.1%	4.1%	5.1%
特別利益	162	75	4	143	-
特別損失	3,779	153	10	19	-
法人税等	283	302	329	337	1,345
税率	-8.3%	85.8%	96.3%	17.6%	31.2%
当期純利益	**-3,676**	**50**	**14**	**1,575**	**2,965**
前年比	-	-	-71.8%	-	88.2%
利益率	-15.0%	0.2%	0.0%	3.6%	3.5%

出所：会社データよりSR社作成

*表の数値が会社資料とは異なる場合があるが、四捨五入により生じた相違であることに留意。

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

過去のセグメント情報

セグメント売上・利益（百万円）	04年3月期 実績	05年3月期 実績	06年3月期 実績	07年3月期 実績	08年3月期 実績	09年3月期 実績	10年3月期 実績	11年3月期 実績	12年3月期 実績	13年3月期 実績
売上高	**43,987**	**44,084**	**36,510**	**28,908**	**26,511**	**25,234**	**24,539**	**28,980**	**31,454**	**43,366**
（前年比）	−12.7%	0.2%	−17.2%	−20.8%	−8.3%	−4.8%	−2.8%	18.1%	8.5%	37.9%
産業用PV事業部門	−	−	−	−	−	−	−	−	1,411	9,617
（前年比）	−	−	−	−	−	−	−	−	−	581.6%
（構成比）	−	−	−	−	−	−	−	−	4.5%	22.2%
産業用太陽光発電システム	−	−	−	−	−	−	−	−	−	6,073
太陽光発電システム卸販売	−	−	−	−	−	−	−	−	1,411	3,544
HS事業部門	28,059	26,841	20,905	15,205	15,691	14,657	14,056	16,657	15,395	14,814
（前年比）	−19.2%	−4.3%	−22.1%	−27.3%	3.2%	−6.6%	−4.1%	18.5%	−7.6%	−3.8%
（構成比）	63.8%	60.9%	57.3%	52.6%	59.2%	58.1%	57.3%	57.5%	48.9%	34.2%
太陽光発電システム	−	−	−	−	−	−	1,086	5,261	5,031	7,683
白蟻防除施工	10,990	10,407	8,842	7,083	5,023	5,288	4,775	4,095	3,498	2,690
床下・天井裏換気システム	9,015	8,564	6,447	4,352	1,902	2,549	2,996	2,568	2,092	1,310
基礎補修・家屋補強工事	4,064	3,972	2,364	1,395	7,388	4,374	2,977	2,110	1,614	831
その他	3,990	3,898	3,252	2,374	1,378	2,033	2,219	2,620	3,158	2,298
ES事業部門	7,191	6,934	5,406	4,091	3,341	2,976	2,547	2,811	2,757	3,965
（前年比）	−11.1%	−3.6%	−22.0%	−24.3%	−18.3%	−10.9%	−14.4%	10.4%	−1.9%	43.8%
（構成比）	16.3%	15.7%	14.8%	14.2%	12.6%	11.8%	10.4%	9.7%	8.8%	9.1%
環境資源開発事業部門	8,737	10,309	10,198	9,612	7,479	7,600	7,934	9,511	11,890	14,967
（前年比）	15.5%	18.0%	−1.1%	−5.7%	−22.2%	1.6%	4.4%	19.9%	25.0%	25.9%
（構成比）	19.9%	23.4%	27.9%	33.3%	28.2%	30.1%	32.3%	32.8%	37.8%	34.5%
廃プラ加工処理	4,995	5,392	5,988	5,064	3,777	3,603	4,295	5,023	6,673	8,665
売電収入	874	1,734	1,002	1,138	769	1,550	1,276	1,427	2,303	3,370
有機廃液処理	1,419	1,954	2,201	2,106	1,889	1,833	1,474	1,444	1,595	1,602
埋立処分	−	−	−	−	−	−	415	939	706	607
その他	1,449	1,229	1,005	1,302	422	611	472	676	611	722
営業利益	**−4,699**	**45**	**−3,383**	**−1,568**	**596**	**−597**	**390**	**502**	**410**	**1,870**
（前年比）	−	−	−	−	−	−	−	28.6%	−18.3%	356.4%
産業用PV事業部門	−	−	−	−	−	−	−	−	−265	320
HS事業部門	3,093	5,072	1,552	1,992	4,176	3,470	3,365	2,608	2,482	1,776
ES事業部門	−257	558	−261	−211	−202	−90	211	154	41	139
環境資源開発事業部門	−4,047	−2,428	−1,601	−914	−1,269	−1,818	−1,112	−216	288	1,568

出所：会社データよりSR社作成
*表の数値が会社資料とは異なる場合があるが、四捨五入により生じた相違であることに留意。

2002 年 3 月期をピークに同社の営業利益は約 10 年にわたり低迷を続けた。
主な理由はホーム・サニテーション事業の悪化、環境資源開発事業の営業損失継続の 2 点による。

ＨＳ（ホーム・サニテーション）事業の過去の業績

2002 年から悪質な点検商法や不正業者の摘発などにより、業界イメージが悪化し、当事業セグメントの営業利益は 2002 年 3 月期の 13,911 百万円をピークとして、2 期連続の営業減益となり、2004 年 3 月期には 3,093 百万円まで減少した。その後、2005 年 3 月期に生産性強化やコスト削減などの構造改革を徹底し、経営合理化を行った結果、一時的に業績は回復した。

2005 年 7 月に悪質リフォーム業者による詐欺的商行為が、メディア等で集中的に報道され社会問題化した流れを受け、2006 年 3 月期には当事業セグメントの営業利益は 1,552 百万円にまで減少した。

2006 年 7 月には経済産業省より特定商取引に関する法律に基づき、3 ヶ月間にわたる 6 店舗の業務停止命令を含む行政処分を受けたことから、コンプライアンス体制を見直し、再発防止に向けて管理体制の強化・再構築に注力したが、当該行政処分の業績への影響は大きく、抜本的に業績を建て直すべく「経営合理化計画」を策定し、2006 年 8 月に公表した。この計画に則り、店舗統廃合や人員削減、給与カットなどのコスト削減を推し進め、損益分岐点の引き下げを図ったが、2007 年 3 月期の当事業セグメントの営業利益は 1,992 百万円と低迷

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

した。

2008 年 3 月期には業績は底を打ち、「基礎補修・補強工事」を新商品として始めたこと、およびコスト低減の効果により、営業利益は改善した。その後は、2009 年 3 月期より当事業セグメントは営業減益を継続した。その主な理由は、収益性の高い白蟻防除施工および床下・天井裏換気システムは既存顧客のアフターメンテナンスを対象とし、新規顧客の開拓を中止したことで、売上が徐々に減少する傾向にあったことである。

2010 年 3 月期より販売を開始した戸建住宅向け太陽光発電システム（戸建住宅向け太陽光発電システムはＨＳ事業部門に含まれる。）は当事業セグメントの売上減少を抑制したが、白蟻防除施工などと比較して収益性が低いことから、営業利益率は低下し、2013 年 3 月期には当事業セグメントの営業利益は 1,776 百万円にまで減少した。

環境資源開発事業の過去の業績

同社が約 10 年にわたり営業損失を継続した理由の一つである環境資源開発事業の営業損失は 2001 年 3 月期より本格化し、2011 年 3 月期まで続いた。

プラスチック燃料専焼の売電事業を行うために 2001 年 3 月期に当事業部門では約 113 億円の大型設備投資を行い、その後も苫小牧発電所の先行開発費用、試運転に係る費用、減価償却費の増加、などから、2004 年 3 月期には当事業セグメントの営業損失は過去最大の 4,047 百万円にまで拡大した。苫小牧発電所は 2003 年 10 月に竣工した。

2005 年 3 月期から 2007 年 3 月期は環境資源開発事業の営業損失は改善に向かった。発電量および売電量の段階的増加を進めたこと、プラスチック燃料の品質向上などに加え、2005 年 3 月期に 9,556 百万円の減損処理を行ったことで、減価償却費が大きく減少（2006 年 3 月期は 2005 年 3 月期と比較し減価償却費が 1,688 百万円減少）したことも営業損失改善に大きく貢献した。その一方で、2006 年 3 月期には、苫小牧発電所の火災発生により操業停止を余儀なくされ、稼働を数カ月停止し、2007 年 3 月期第 4 四半期においても、苫小牧発電所での火災発生などのトラブルは継続した。

2008 年 3 月期は、2007 年 3 月期第 4 四半期の火災発生に対する安全対策に加え、2007 年 11 月に排ガス濃度の公害防止協定値超過が確認され、操業を停止した。これらの発電停止に伴い、燃料在庫の増加抑制のために廃プラスチックの搬入制限を実施したことで、売電収入及び廃プラ加工処理収入は減収となり、営業損失が再び拡大した。2009 年 3 月期には、2008 年 3 月期の火災事故等の影響による操業停止の反動に加え、売電先変更による売電単価の上昇により売電収入は倍増したが、廃プラ加工処理事業における搬入量増加を見据えた人員増強による人件費の増加、有機廃液処理工場における薬剤処理費用のため、環境資源開発事業の営業損失はさらに拡大した。

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

売電収入は、2010 年 3 月期に製造業の生産調整等による電力需要の低迷により売電単価が下落したことにより減収となったが、2011 年 3 月期から売電先の変更、2012 年 3 月期には安定操業による稼働率の上昇および売電単価の上昇を受けて大幅に増加した。また、廃プラ加工処理事業の搬入量はこの間に順調に増加し、生産性向上やコスト削減効果も加わり、当事業セグメントは 2012 年 3 月期営業黒字を達成した。

過去の会社予想と実績の差異

期初会社予想と実績（百万円）	10年3月期 連結	11年3月期 連結	12年3月期 連結	13年3月期 連結	14年3月期 連結
売上高（期初予想）	25,000	27,500	38,000	38,000	71,500
売上高（実績）	24,539	28,980	31,454	43,366	84,212
期初会予と実績の格差	**-1.8%**	**5.4%**	**-17.2%**	**14.1%**	**17.8%**
営業利益（期初予想）	750	1,240	1,300	2,000	8,000
営業利益（実績）	390	502	410	1,870	4,508
期初会予と実績の格差	**-48.0%**	**-59.5%**	**-68.5%**	**-6.5%**	**-43.6%**
経常利益（期初予想）	720	1,150	1,250	1,970	7,950
経常利益（実績）	225	430	348	1,789	4,310
期初会予と実績の格差	**-68.8%**	**-62.6%**	**-72.2%**	**-9.2%**	**-45.8%**
当期利益（期初予想）	600	900	830	1,820	5,100
当期利益（実績）	-3,676	50	14	1,575	2,965
期初会予と実績の格差	**-**	**-94.5%**	**-98.3%**	**-13.5%**	**-41.9%**

出所：会社データよりSR社作成

*表の数値が会社資料とは異なる場合があるが、四捨五入により生じた相違であることに留意。

過去の会社予想と実績の差異をみる限り、両者の乖離は大きい。期初の会社予想は 1 年間に複数回修正される傾向がある。また修正後の会社予想と実績が大きく異なることも多く、会社予想の精度は低いと判断できる。

このような頻繁ともいえる会社予想の修正と精度の低さは、本格参入してからの経験が浅いため太陽光発電システムの売上と利益の予測がしづらいこと、売電事業における様々なトラブルに対する想定外の費用の発生などが主な原因であるといえよう。

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

貸借対照表

貸借対照表 （百万円）	10年3月期 連結	11年3月期 連結	12年3月期 連結	13年3月期 連結	14年3月期 連結
資産					
現金・預金	1,255	1,138	1,366	3,559	9,237
売掛金	2,056	2,521	3,309	7,357	22,205
たな卸資産	1,221	1,642	1,767	2,898	6,145
繰延税金資産	288	299	245	299	597
その他	334	290	278	539	465
流動資産合計	**5,153**	**5,890**	**6,964**	**14,652**	**38,649**
建物	9,420	9,705	9,738	9,706	9,601
減価償却累計額	7,171	7,445	7,647	7,815	7,710
機器	11,662	11,710	11,769	11,982	12,317
減価償却累計額	11,500	11,565	11,529	11,424	11,047
土地	8,980	8,980	8,980	8,890	9,180
有形固定資産合計	**11,828**	**11,763**	**11,724**	**12,326**	**14,181**
投資有価証券	367	405	501	317	339
差入保証金	960	820	781	706	723
繰延税金資産	318	233	129	96	313
その他	345	385	391	415	540
投資その他の資産合計	**1,991**	**1,843**	**1,802**	**1,533**	**1,914**
無形固定資産合計	**1,023**	**910**	**796**	**685**	**573**
固定資産合計	**14,843**	**14,516**	**14,322**	**14,545**	**16,668**
資産合計	**19,996**	**20,407**	**21,286**	**29,196**	**55,317**
負債					
買掛金	1,159	868	1,386	5,460	20,115
短期有利子負債	5,345	2,425	2,325	3,338	5,000
1年内の長期借入金	309	761	760	848	948
その他	2,529	2,907	3,910	5,227	10,519
流動負債合計	**9,342**	**6,961**	**8,381**	**14,873**	**36,582**
長期有利子負債	1,726	4,319	3,560	2,820	3,695
社債	-	-	70	50	30
その他	1,873	2,024	2,141	2,616	3,182
固定負債合計	**3,599**	**6,343**	**5,770**	**5,486**	**6,907**
負債合計	**12,941**	**13,304**	**14,151**	**20,359**	**43,489**
純資産					
資本金	14,042	14,042	14,042	14,042	14,042
資本剰余金	-	-	-	-	4
利益剰余金	-5,441	-5,391	-5,377	-3,733	-769
純資産合計	**7,055**	**7,103**	**7,135**	**8,837**	**11,828**
運転資金	2,117	3,296	3,690	4,794	8,235
有利子負債合計	7,380	7,505	6,714	7,056	9,674
ネット・デット	6,125	6,367	5,349	3,497	437

出所：会社データよりSR社作成

*表の数値が会社資料とは異なる場合があるが、四捨五入により生じた相違であることに留意。

資産

資産のうち、大きなものは土地・建物であり、売掛金がそれに続く。太陽光発電関連事業で

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

は大規模な設備投資は必要とされないが、今後、廃プラ加工処理施設または発電施設の増設などがあれば、土地・建物が増加する可能性はある。2013 年 3 月期の売掛金の増加は事業拡大による。

負債

有利子負債は業績の低迷により 2010 年 3 月期までは拡大が続いたが、その後は減少傾向にある。また、有利子負債の短期と長期のバランスにおいても、2011 年 3 月期にはそれ以前の短期偏重の有利子負債から、長期の有利子負債も活用できており、業績の回復に伴い財務面のリスクは低減したと判断できる。

有利子負債から現金・預金を差し引いたネット・デットも 2012 年 3 月期および 2013 年 3 月期には大きく改善した。

純資産

2003 年 3 月期以降は損失が続き、2010 年 3 月期まで純資産は毀損し続けた。2011 年 3 期以降は業績回復に伴い徐々に改善に向かっている。

キャッシュフロー計算書

キャッシュフロー計算書（百万円）	10年3月期 連結	11年3月期 連結	12年3月期 連結	13年3月期 連結	14年3月期 連結
営業活動によるキャッシュフロー (1)	563	55	1,260	2,185	4,934
投資活動によるキャッシュフロー(2)	-2,304	-214	-151	-222	-1,729
FCF (1+2)	**-1,741**	**-159**	**1,109**	**1,962**	**3,205**
財務活動によるキャッシュフロー	1,946	43	-882	230	2,433
減価償却費及びのれん償却費 (A)	583	416	371	387	548
設備投資 (B)	-472	-176	-93	-616	-1,687
運転資金増減 (C)	352	1,178	394	1,105	3,441
単純FCF (NI+A+B-C)	**-3,917**	**-889**	**-102**	**241**	**-1,615**

出所：会社データよりSR社作成

*表の数値が会社資料とは異なる場合があるが、四捨五入により生じた相違であることに留意。

営業キャッシュフロー

税前利益の変動によって、ほぼ左右されるものと推測される。ただし、同社の場合、税前利益の変動は売上変動を伴うため、運転資金の増減によりその一部は相殺される。

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

投資キャッシュフロー

有形固定資産取得等によって主に変動する。太陽光発電関連事業では大規模な設備投資は必要とされないが、今後、廃プラスチック処理施設または発電施設の増設などがあれば、一時的に設備投資が増加する可能性はある。なお、苫小牧発電所の投資総額は 120 億円を超える。

財務キャッシュフロー

業績回復に伴い、フリーキャッシュフローは改善傾向にある。2014 年 3 月期の会社予想は大幅な純利益の改善を見込んでいる。2014 年 3 月期以降に、大きな業績の低迷がなければ、設備投資はフリーキャッシュフローで賄われ、フリーキャッシュフローの一部は有利子負債の縮減に向かい、財務キャッシュフローはマイナスが継続すると予想することが妥当であろう。

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

その他情報

沿革

同社は、1975 年 4 月に建築物等の防虫・防腐に関する管理及び工事を目的として、長崎県佐世保市で創業した。

創業者であり、現社長の宗政氏は、人のやりたがらないことをやることにビジネスチャンスがあると考え、「汚いところをきれいにする」という企業使命を掲げた。自ら米国に研修に赴くなど、果敢に事業拡大に取り組み、1982 年には関西地区進出、1992 年には関東地区進出を果たした。

90 年代は新規事業への進出と事業の拡大に取り組み、1994 年には、産業廃棄物の再資源化・減量化・無害化事業に参入、1999 年には廃プラスチックを加工処理し、燃料化することを目的として、愛知県岡崎市にプラスチック資源開発工場を設置した。また、1999 年に東京証券取引所市場第一部、大阪証券取引所市場第一部上場を果たした（東証第二部、大証第二部、福証には 1997 年に上場）。

2000 年代前半も新規事業拡大は続き、2001 年にはプラスチック燃料による発電、売電事業を主たる事業目的として、株式会社サニックスエナジーを設立(現・連結子会社)、2003 年にサニックスエナジー苫小牧発電所竣工（北海道苫小牧市）を果たした。

同社の沿革を語るうえで、2006 年の業務停止命令を避けて通ることはできない。2006 年 7 月に、経済産業省より特定商取引法の違反行為（不実告知、勧誘目的等不明示、迷惑勧誘、判断力不足者契約、適合性原則違反勧誘）で、 6 支店・営業所における 3 か月間の業務停止命令を含む行政処分を受けた。訪問販売において無料点検と称し、実際に不具合のない家屋に対して、問題があるように告げていた、執拗に契約を迫った、認知症や統合失調症等の精神疾患のある者と契約を締結したなどが理由とされている。これに対し再発防止策を徹底、白蟻防除および床下・天井裏換気システム施工に関して新規販売を停止し、既存顧客の要請に応えるのみの事業展開に体制を変更した。その結果、それ以降、同様の問題は発生していない。

また、同時期に売電事業において、苫小牧発電所では 2005 年から 2009 年の間に以下の通り、様々な業務遂行上の問題が多発した。

- 2005年8月、プラスチック燃料払出タンク部分から火災発生
- 2007年3月期に火災事故が発生し、再発防止の防災設備拡充と管理体制強化のために6月まで操業を停止
- 2007年11月から約2週間、排ガス濃度の公害防止協定値超過を受け操業を停止
- 2009年に苫小牧発電所の発電用ボイラー２基のばい煙から公害防止規定の基準値を超

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

えるダイオキシン類が検出され、改善指導、自主的に操業停止

同社は、2006 年の経済産業省による行政処分以降は、白蟻防除施工事業の縮小と売電事業の損失に苦しみながら、新しいビジネスチャンスを見つけることができずに、2009 年 3 月期までは業績が低迷した。

2009 年からは太陽光発電の余剰電力買取制度開始、環境意識の高まりなどから、日本における太陽光発電の本格的な需要拡大をビジネスチャンスと捉え、戸建住宅のエンドユーザーに太陽光発電システムを直接販売・施工する方式で事業を開始した。同社における太陽光発電事業との関わりは 25 年前にまで遡り、戸建て住宅向けに床下換気システムのエネルギー源としてソーラーパネルを設置したところから始まっている。本格的に太陽光発電事業を開始した 2009 年には既に約 32 万戸に太陽電池応用商品（換気システム）を設置した実績を持っていたという。

その後、2010 年 1 月には販売店による卸販売を開始し、2010 年 7 月には集合住宅向けに参入、そして 2012 年 7 月の 10ｋW以上の太陽光発電システムに対する固定価格買取制度の開始を受け、2012 年 8 月に産業用太陽光発電事業を開始した。

その間に 2010 年に中国上海市に太陽電池モジュールの製造会社を設立、2012 年に本格的な産業用太陽光発電事業に対応するために、産業用太陽光発電システム等の、企画、設計、販売、施工及びコンサルティングを主たる目的として、株式会社サニックスエンジニアリングを設立（100%出資子会社）した。

2013 年 10 月現在、産業用太陽光発電事業に注力している。

ニュース&トピックス

2013 年 11 月
2013 年 11 月 12 日、同社は 2014 年 3 月期第 2 四半期累計期間会社予想の修正を発表した。

2014 年 3 月期第 2 四半期累計期間会社予想
- 売上高：31,700百万円（前回予想34,100百万円）
- 営業利益：1,500百万円（同2,825百万円）
- 経常利益：1,450百万円（同2,800百万円）
- 当期純利益：1,050百万円（同1,680百万円）

同社によれば、産業用ＰＶ事業部門において、産業用太陽光発電システムにおける電力会社との系統連系に係る技術検討に当初想定より日数がかかっていることにより、工事着手が下

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

期にずれ込んだ物件があり、売上高の見通しを下方修正したという。利益については、売上高が当初予想を下回ったこと等により、営業利益、経常利益並びに当期純利益について、前回予想数値を下回る見込みとした。

なお、2014 年 3 月期通期会社予想は変更していない。

同日、同社は 2014 年 3 月期第 1 四半期における不適切な会計処理及び決算修正について発表した。

同社によれば、連結子会社株式会社サニックスエンジニアリングの産業用太陽光発電システムに関連した架空売上計上に関する社内調査結果は以下の通りである。

- 2013年５月に計上されていた産業用太陽光発電システム（出力10kW以上）取付施工の一件について、出荷された部材が現地近隣の貸倉庫に保管された状態で、施工の実態が無いにもかかわらず売上が計上されていた。その売上金額は約100百万円であった。
- 産業用太陽光発電システム（出力10kW以上）取付施工売上の一部につき、正しくは７月に計上すべきところ６月に計上していたものが１件あった。その売上金額は84百万円であった。
- 概ね工事は完了しているものの、完工に必要な機材部材の一部が設置されていなかったものにつき、正しくは７月に計上すべきところ６月に計上していたものが12件あった。その売上金額は89百万円であった。

当該調査結果に伴う 2014 年 3 月期第 1 四半期実績の主な訂正内容は以下の通りである。
- 売上高：15,753百万円（訂正前16,027百万円）
- 営業利益：965百万円（同1,056百万円）
- 経常利益：924百万円（同1,015百万円）
- 当期純利益：778百万円（同830百万円）

同社は、既に改善済みの項目を含めて今後同様の事案が発生することを防止するために、売上計上に係る業務プロセスにおける内部統制の改善、組織管理体制の強化、子会社におけるコンプライアンス意識の向上と社内ルールの徹底といった対策を講じるとしている。

2013 年 11 月 7 日、同社は、同社連結子会社の従業員による不正行為について発表した。

同社連結子会社において、2013 年５月に計上した産業用太陽光発電システム取付施工において、施工の実在性が無いこと、出荷された部材が外部倉庫に保管されていたことなど、特定の従業員による不正の事実があった。

同社によれば、この件による 2013 年３月期の業績に与える影響については、未確定ではあ

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

るが、2014 年３月期第１四半期の売上高に及ぼす影響は 100 百万円程度、営業利益、経常利益及び四半期純利益に及ぼす影響はそれぞれ 50 百万円程度を見込んでいる。

同社グループは、当該連結子会社におけるその他の契約案件についても引き続き調査を進めており、原因究明と再発防止策を講じるとともに、調査結果について公表するとしている。

トップ経営者

社長の宗政伸一氏は、創業時には単身米国の企業で研修を受け、経営ノウハウを学ぶなど、自らが率先して事業推進に取組む姿勢を有している。2009 年には太陽光発電事業の開始、2012 年には産業用太陽光発電事業への転換など、ビジネストレンドを的確に読み、実行に移した。

宗政氏は、株式公開時に得た創業者利益で財団法人サニックススポーツ振興財団を設立、福岡県に多目的スポーツ総合施設（グローバルアリーナ）を建設した。グローバルアリーナは、子供の育成の場として、ラグビーやサッカーの世界大会が開催されるとともに、高校生を対象に次世代リーダー養成塾なども開催される施設である。

大株主

大株主上位10名	所有株式数の割合
株式会社バイオン	17.69%
宗政　伸一	15.22%
シービーホンコンコリアセキュリティーズデポジトリートレード	6.48%
日本トラスティ・サービス信託銀行株式会社（信託口）	4.58%
宗政　寛	3.46%
日本マスタートラスト信託銀行株式会社（信託口）	3.07%
サニックス社員持株会	2.37%
サニックス共済会	2.25%
バンクオブニューヨーク　ジーシーエム　クライアントアカウント　ジェイピーアールディ　アイエスジー エフアイー　エイシー	2.22%
Nomura PB Nominiees Limited Omnibus-Margin (CASHPB)	1.58%

出所：会社データよりSR社作成

（2013 年 3 月末現在）

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

企業概要

企業正式名称	本社所在地
株式会社サニックス	福岡県福岡市博多区博多駅東 2 丁目 1 番 23 号
代表電話番号	**上場市場**
092-436-8870	東証 1 部、福証
設立年月日	**上場年月日**
1978 年 9 月 12 日	1996 年 9 月 13 日
HP	**決算月**
http://sanix.jp/	3 月
IR コンタクト	**IR ページ**
本社経営企画部	http://sanix.jp/ir/
IR メール	**IR 電話**
W961151@sanix.co.jp	092-436-8882

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

会社概要

株式会社シェアードリサーチは今までにない画期的な形で日本企業の基本データや分析レポートのプラットフォーム提供を目指しています。さらに、徹底した分析のもとに顧客企業のレポートを掲載し随時更新しています。

SR社の現在のレポートカバレッジは次の通りです。

アートスパークホールディングス株式会社
あい ホールディングス株式会社
アクリーティブ株式会社
株式会社アクセル
株式会社アパマンショップホールディングス
アンリツ株式会社
イオンディライト株式会社
株式会社イエローハット
株式会社伊藤園
株式会社インテリジェント　ウェイブ
株式会社インフォマート
株式会社エス・エム・エス
SBSホールディングス株式会社
エレコム株式会社
エン・ジャパン株式会社
株式会社オンワードホールディングス
株式会社ガリバーインターナショナル
キヤノンマーケティングジャパン株式会社
KLab株式会社
グランディハウス株式会社
株式会社クリーク・アンド・リバー社
ケネディクス株式会社
株式会社ゲームカード・ジョイコホールディングス
ケンコーコム株式会社
コムシスホールディングス株式会社
株式会社ザッパラス
サトーホールディングス株式会社
株式会社サニックス
株式会社サンリオ
Jトラスト株式会社
GCAサヴィアン株式会社
シップヘルスケアホールディングス株式会社
株式会社ジェイアイエヌ
ジャパンベストレスキューシステム株式会社
スター・マイカ株式会社
株式会社スリー･ディー･マトリックス
株式会社ダイセキ
株式会社高島屋
タキヒヨー株式会社
株式会社多摩川ホールディングス
株式会社チヨダ
DIC株式会社
株式会社デジタルガレージ
株式会社TOKAIホールディングス
株式会社ドリームインキュベータ
株式会社ドン・キホーテ
内外トランスライン株式会社
ナノキャリア株式会社
日進工具株式会社
日本エマージェンシーアシスタンス株式会社
日本駐車場開発株式会社
株式会社ハーモニック・ドライブ・システムズ
株式会社ハピネット
パナソニック インフォメーションシステムズ株式会社
株式会社バルス
ピジョン株式会社
フィールズ株式会社
株式会社フェローテック
フリービット株式会社
株式会社ベネフィット・ワン
株式会社ベリテ
株式会社ベルパーク
株式会社マックハウス
株式会社 三城ホールディングス
株式会社ミライト・ホールディングス
株式会社メディネット
株式会社モブキャスト
株式会社夢真ホールディングス
株式会社ラウンドワン
リゾートトラスト株式会社
株式会社良品計画
レーザーテック株式会社
株式会社ワイヤレスゲート

※投資運用先銘柄に関するレポートをご所望の場合は、弊社にレポート作成を委託するよう
各企業に働きかけることをお勧めいたします。また、弊社に直接レポート作成をご依頼頂くことも可能です。

ディスクレーマー

本レポートは、情報提供のみを目的としております。投資に関する意見や判断を提供するものでも、投資の勧誘や推奨を意図したものでもありません。SR Inc.は、本レポートに記載されたデータの信憑性や解釈については、明示された場合と黙示の場合の両方につき、一切の保証を行わないものとします。SR Inc.は本レポートの使用により発生した損害について一切の責任を負いません。
本レポートの著作権、ならびに本レポートとその他Shared Researchレポートの派生品の作成および利用についての権利は、SR Inc.に帰属します。本レポートは、個人目的の使用においては複製および修正が許されていますが、配布・転送その他の利用は本レポートの著作権侵害に該当し、固く禁じられています。
SR Inc.の役員および従業員は、SR Inc.の調査レポートで対象としている企業の発行する有価証券に関して何らかの取引を行っており、または将来行う可能性があります。そのため、SR Inc.の役員および従業員は、該当企業に対し、本レポートの客観性に影響を与えうる利害を有する可能性があることにご留意ください。

金融商品取引法に基づく表示

本レポートの対象となる企業への投資または同企業が発行する有価証券への投資についての判断につながる意見が本レポートに含まれている場合、その意見は、同企業からSR Inc.への対価の支払と引き換えに盛り込まれたものであるか、同企業とSR Inc.の間に存在する当該対価の受け取りについての約束に基づいたものです。

連絡先

http://www.sharedresearch.jp
Email: info@sharedresearch.jp

株式会社シェアードリサーチ
東京都文京区千駄木 3-31-12
電話番号　(03) 5834-8787

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved